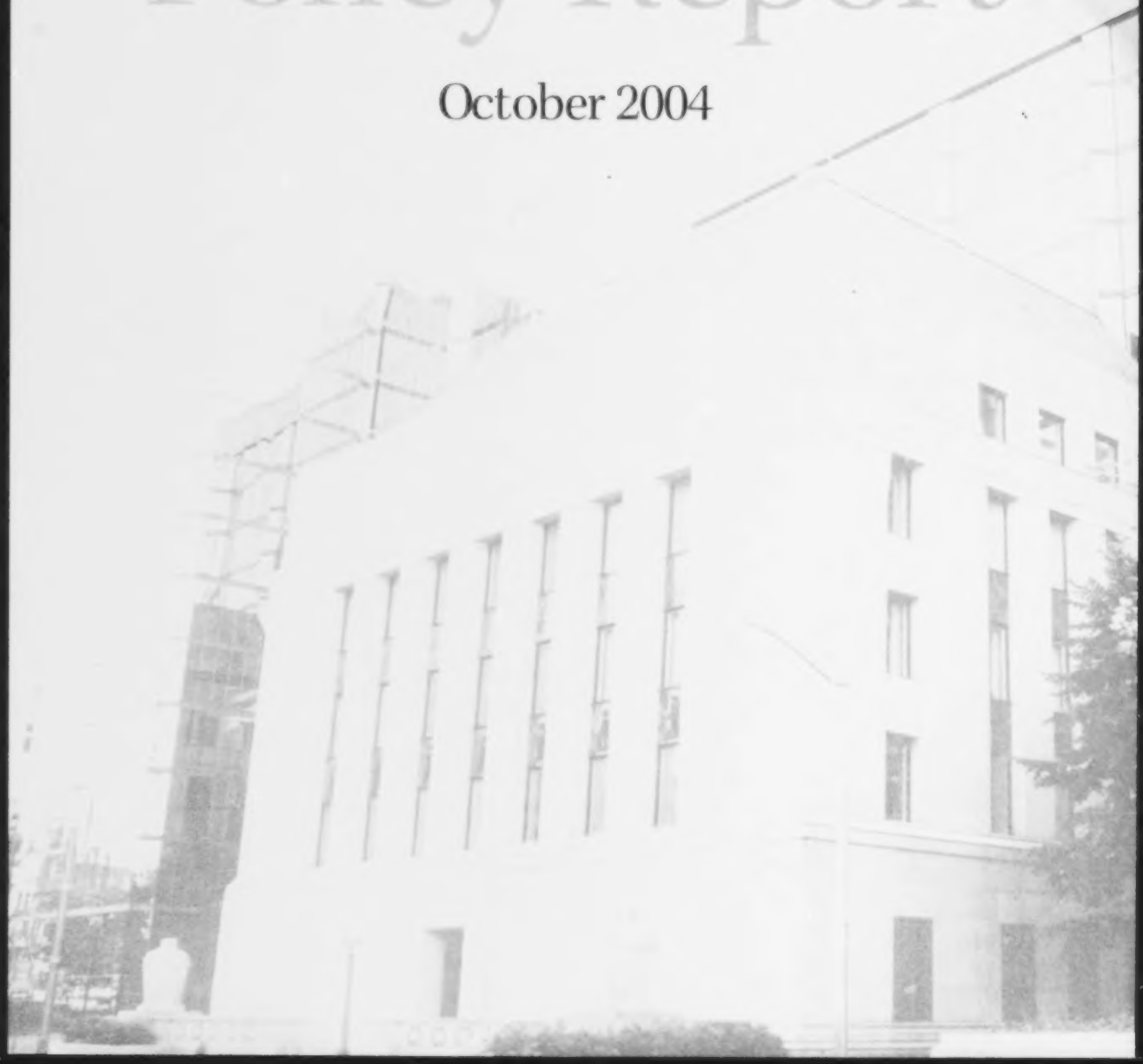
BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

October 2004



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5200
CN ISSN 1201-5783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2004 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Mark Carney.

We can be certain that . . . powerful global economic forces . . . will continue to be felt as the world economy continues to evolve. This evolution will lead to challenges that we must face, but it will also lead to opportunities that we must seize.

At the Bank of Canada, we will continue to monitor these global forces closely and assess their impact at home and abroad. This will help us contribute to Canada's future economic prospects through low and stable inflation.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
20 September 2004

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 10

3. Financial Developments 20

4. The Outlook 23

International background 23
Aggregate demand and supply in Canada . 25
Measures of inflation expectations 29
Other factors affecting inflation 29
Implications of money growth 30
Inflation projection 31

Bibliography 33

Appendix:
Inflation Performance since May 2001 35

Technical Boxes

1. Recent Movements in Oil Prices 9
2. Adjusting to Global Change: An Update of Sectoral Developments in Canada ... 13
3. The Dynamics of Exports and Imports .. 27

1. Overview

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include a marked recovery in world economic growth and an associated increase in commodity prices; the growing global presence of major emerging-market economies such as China and India; and a realignment of world currencies, including the Canadian dollar. Canadian monetary policy is facilitating the adjustment by aiming to keep inflation at its 2 per cent target and the economy operating near its production capacity.

Early in the year, with core inflation below target and excess supply in the economy, the Bank lowered its target for the overnight interest rate to 2 per cent to support growth in domestic demand. Given the appreciation of the Canadian dollar in 2003, the Bank did not expect net exports (the difference between exports and imports) to make a material contribution to growth in aggregate demand in 2004 and 2005. But, in fact, in the first half of this year, exports grew much more vigorously than anticipated. As a result, the Canadian economy has moved up near its production capacity sooner than was projected in either the April *Monetary Policy Report* or the July *Update*.

Recent developments have reinforced the continuing need for economic adjustments in Canada. Largely reflecting the strength of global demand, world oil prices have risen well above the Bank's earlier assumptions. The prices of non-energy commodities are at high levels, and the Canadian dollar has strengthened further, which places additional pressure on some sectors that are highly exposed to international trade.

Over the period to the end of 2006, the Bank's base-case projection is for aggregate demand for Canadian goods and services to expand, on average, at about the same rate as potential output, which is estimated at 3 per cent. Given the effects of higher oil prices and the past appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects growth to be slightly less than 3 per cent in 2005 and slightly more than 3 per cent in 2006.

With the economy expected to remain near its production capacity throughout the projection period, core inflation is projected to move back up to 2 per cent by the end of 2005.

Against this background, the Bank moved to reduce the amount of monetary stimulus in the economy by raising its target for the overnight rate to 2.25 per cent on 8 September and to 2.50 per cent on 19 October (Chart 1). Further reduction of monetary stimulus will be required over time to keep inflation on target,

Developments in the target for the overnight rate since the April *Report*:

8 June — no change

20 July — no change

8 September — up 25 basis points to 2.25 per cent

19 October — up 25 basis points to 2.50 per cent

This report is based on information received up to the fixed announcement date on 19 October 2004.

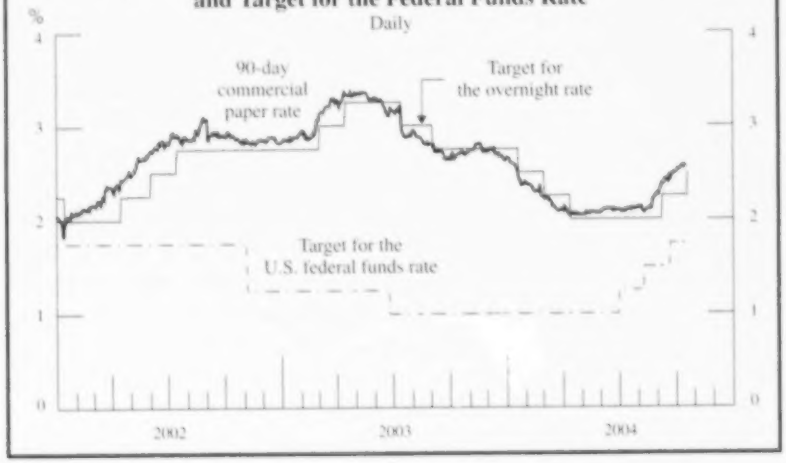
with the pace of interest rate increases depending on the Bank's continuing assessment of the prospects for factors that affect pressures on capacity and, hence, inflation.

The outlook for Canadian exports and imports is of particular significance in this respect, given the uncertainty associated with the ongoing adjustments to changes in the global economy, including changes in commodity prices and exchange rates. The risks surrounding global economic prospects relate primarily to the evolution of oil prices, the pace of expansion in China, the way in which current account imbalances in the United States and East Asia will be resolved, and geopolitical developments.

Chart 1

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

Daily



2. Recent Developments in Inflation

Core CPI inflation averaged 1.5 per cent in the first eight months of 2004, below the Bank's 2 per cent inflation-control target. At the same time, unexpectedly high prices for crude oil have contributed to a marked rise in the rate of increase in the total CPI.

Inflation and the 2 per cent target

Core inflation remained below the 2 per cent target in August.

The core rate of inflation was 1.5 per cent in August, up from 1.1 per cent last February (Chart 2).[1] Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows were also below the 2 per cent target (Chart 3).

The slack in product markets, which had been evident through most of 2003 and into early 2004, contributed to keeping the core rate of inflation below the 2 per cent target through the first eight months of this year. The prices of import-intensive goods also continued to decline in the first eight months of 2004 as a result of further reductions in world prices for many consumer goods and the impact of the earlier rise in the Canadian dollar. Despite some volatility in intervening months, the overall rise in the core rate

Chart 2

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change

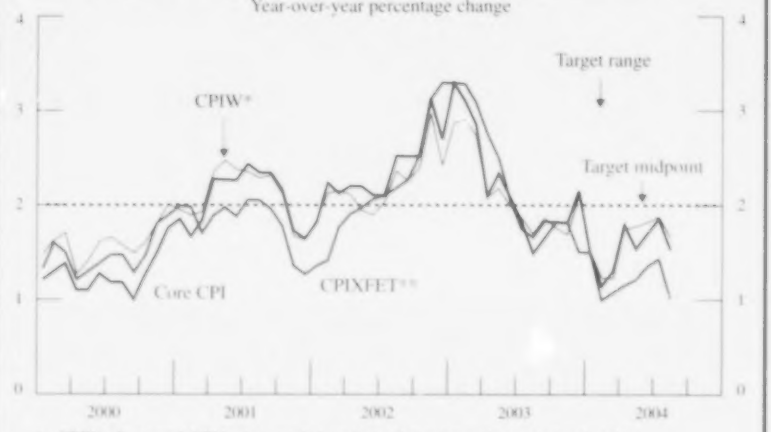
* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 3

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

between February and August was about as projected in both the April *Report* and the July *Update*. With motor vehicle prices higher than expected, core inflation increased somewhat more than anticipated in the period from March to July. But in August, the core rate of inflation moved back into line with expectations, following renewed discounting of automobile prices. The 12-month rate of increase in consumer meat prices has also risen markedly in recent months, partly reflecting a reduced supply of chicken resulting from an outbreak of avian influenza in British Columbia's Fraser Valley.[2]

The rate of increase in the total CPI has risen markedly since last February.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.9 per cent in August, up from 0.7 per cent in February. This larger gain relative to the core rate was caused mainly by substantial increases in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier. The price of crude oil has continued to rise since mid-April, reflecting strong global demand for oil and heightened concerns about the risks of supply disruptions in a number of oil-producing regions (Technical Box 1). Indeed, the price of oil is currently well above the levels in the base-case scenarios of both the April *Report* and the last *Update*.

2. It also reflected a recovery in consumer beef prices from the unusually low levels recorded in August 2003, following the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products as a result of the discovery of an isolated case of bovine spongiform encephalopathy in Alberta.

Technical Box 1

Recent Movements in Oil Prices

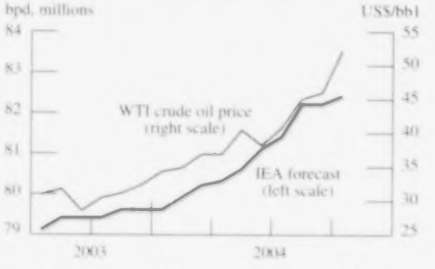
Crude oil prices have increased by more than 50 per cent since the beginning of this year, reaching a record high in October. Nevertheless, the peak oil price, in real terms, was still about 20 per cent below the historical peak reached in the second quarter of 1981. The recent unexpected rise in global oil prices has reflected both a substantial increase in the demand for oil, as world growth strengthened more than anticipated, and heightened uncertainty regarding potential disruptions to oil supplies, at a time of exceptionally low global spare capacity.

A repeated ratcheting up of actual and expected global demand during 2004 has underpinned the perception of a tighter oil market and the subsequent rise in price. The International Energy Agency's (IEA) estimate of world demand for crude oil in 2004, which stood at 80.3 million barrels per day (bpd) in April, has been raised to 82.4 million bpd. Robust economic growth in China and India has contributed to this marked rise in demand.

Spare capacity in OPEC-member countries (excluding Iraq), the only significant source of incremental short-term supply besides commercial oil stocks, is estimated to have touched record lows this year. In these circumstances, supply threats have had a particularly strong impact on prices by boosting the demand for inventories as a precaution against major supply disruptions. Concern about the security of oil production in the Middle East (particularly in Iraq), uncertainty surrounding Yukos Oil Company's production in Russia, recent political instability in Nigeria, and significant damage to oil production facilities in the Gulf of Mexico have all contributed to higher prices.

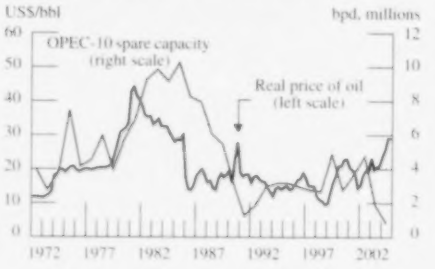
Prices of West Texas Intermediate crude oil futures suggest that prices are likely to remain at high levels in the near term, because of strong demand, low spare capacity, and supply threats. In the medium term, the global supply of crude oil should expand to meet higher demand, bringing prices gradually down. This is reflected in medium-term forward prices. The six-year forward price is currently US$38.30 per barrel.

2004 Global Demand for Oil vs. Spot Price



Source: IEA. Graph shows data received up to 13 October.

Real Oil Price (Constant 1982–90 Dollars) and OPEC-10* Spare Capacity



* OPEC-10 is all OPEC countries excluding Iraq. The 2004 value is the level in September.
Source: IEA

Factors at work on inflation

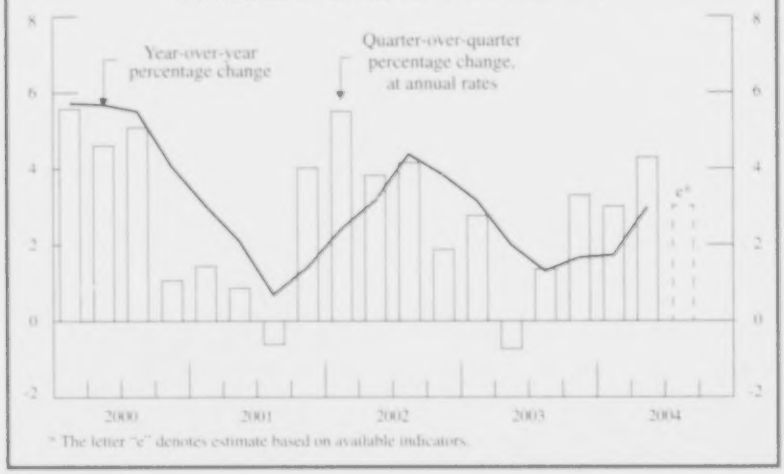
Aggregate demand

In the first half of 2004, economic growth in Canada was higher than projected . . .

Canada's real GDP advanced at an annual rate of 3.7 per cent in the first half of 2004, higher than that projected in the last *Report* (Chart 4). In particular, the increase in exports was significantly stronger than expected. Recent indicators for spending and activity suggest that economic growth was about 3 per cent in the third quarter of 2004, marginally less than anticipated in the July *Update*.

Chart 4

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

. . . with exports surging and household spending also rising markedly.

The broadly based surge in exports reflected continued strong growth in global economic activity, as well as a recovery from the unusually low level in mid-2003. Final domestic demand also rose considerably, especially at the beginning of the year (Chart 5). Household spending continued to increase at a robust pace because of past monetary stimulus and stronger gains in real incomes (Chart 6). Capital expenditures by businesses also rose substantially. Some of this increased demand was met by imports, although imports rose much less than exports. Since part of the increase in sales was likely unexpected by firms, inventories were also reduced.

Growth in the U.S. economy slowed to 3.3 per cent (at annual rates) in the second quarter of 2004 from 4.5 per cent in the first quarter, owing to weaker growth in consumption. Higher oil prices were mainly responsible for dampening consumption,

Chart 5

Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate

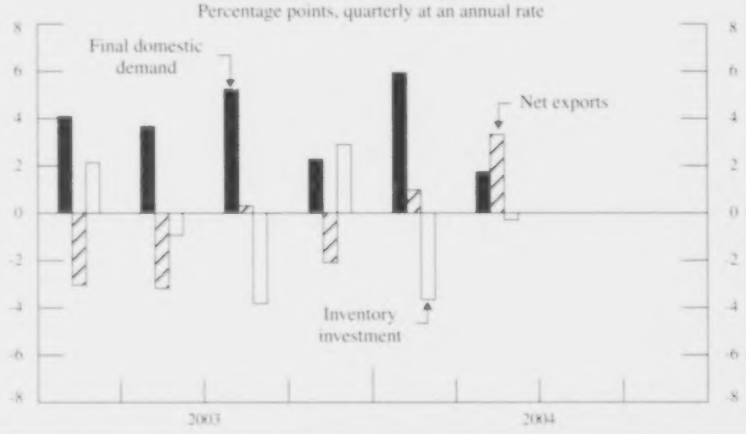
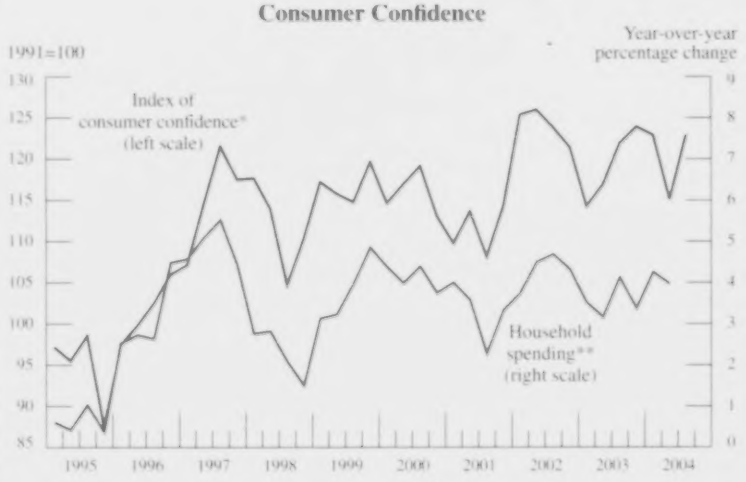


Chart 6

Consumer Confidence



* Source: Conference Board of Canada (last data point 2004Q3)

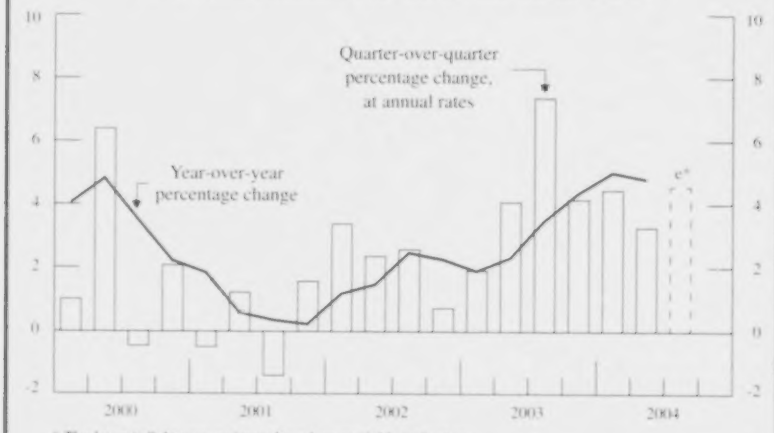
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing investment

which is expected to rebound modestly in the third quarter.[3] Evidence to date indicates that growth rose to about 4.5 per cent in the third quarter (Chart 7).

3. Consumption in the third quarter is supported by surprisingly strong car sales, fuelled by dealer incentives.

Chart 7

Real Gross Domestic Product for the United States



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Adjusting to Global Change

The marked recovery in the global demand for Canadian goods and services has offset the effect of a stronger Canadian dollar . . .

Canadian producers continue to adjust to developments in the global economy. These developments include a marked recovery in world economic growth; the associated increase in commodity prices; the growing global presence of major emerging-market economies, such as China and India; and large movements in the U.S. dollar against most other major currencies, including the Canadian dollar. The impact of these developments on the demand for Canadian goods and services is causing changes in the composition of activity, employment, and capital spending among the various sectors of the economy, as well as major adjustments by many firms. Indeed, many companies in industries that are highly exposed to international competition are making significant modifications to their operations.[4]

. . . and boosted output in most industries highly exposed to foreign competition.

Between December 2003 and July 2004, output growth in Canada remained strong in those sectors with low exposure to international trade. Over the same period, however, the strength of global demand for Canadian goods and services has also led to sharply higher output in a number of industries highly exposed to international competition (Technical Box 2).

Business capital spending and intentions have also been importantly affected by key global economic developments.

4. This includes industries that are highly export oriented or highly exposed to import competition.

Technical Box 2

Adjusting to Global Change: An Update of Sectoral Developments in Canada[1]

Since the end of 2003, the impact of the global economic recovery on the demand for Canadian goods and services has become much more apparent. The strong recovery in exports in the first half of 2004 appears to have derived mainly from the global economic upswing and the accompanying rise in commodity prices. Exports also benefited from a shift in the composition of foreign activity in favour of components to which Canadian exports are particularly sensitive and from the diminishing effects of earlier unfavourable sectoral shocks.[2] Consequently, output growth in sectors highly exposed to international trade increased strongly, despite the appreciation of the Canadian dollar. In particular, production in industries manufacturing non-electrical machinery, chemical products, and fabricated metal products rose sharply. Continued substantial growth in Canada's final domestic demand during the first half of this year also contributed to further gains in activity in most sectors with a low exposure to international competition, especially in telecommunications services and retail trade.

There have been marked fluctuations in profitability among sectors in Canada since the end of 2002. Although aggregate profitability was high in 2003, the average rate of return on equity in sectors highly exposed to international trade worsened considerably between the first and third quarters of 2003. Companies in sectors where prices are determined in world markets (and denominated in U.S. dollars) quickly experienced the adverse effect of the Canadian dollar's appreciation on their profitability. Subsequently, with stronger output growth and substantial increases in world prices for commodities, profitability in most of these sectors had recovered considerably by mid-2004. The increase in profitability has been especially pronounced for manufacturers of automobiles and parts; chemicals, plastics, and rubber products; and wood and paper products.

Even so, because many companies in industries highly exposed to international trade had experienced weakness in their profitability over most of the period since 2001, they have continued to make adjustments since the end of 2003. For instance, there has been relatively little change in employment in the manufacturing sector since the end of last year, despite a marked rise in production. As well, capital spending in many industries with a high exposure to international competition (other than those producing energy and other commodities) has decreased considerably since 2002.

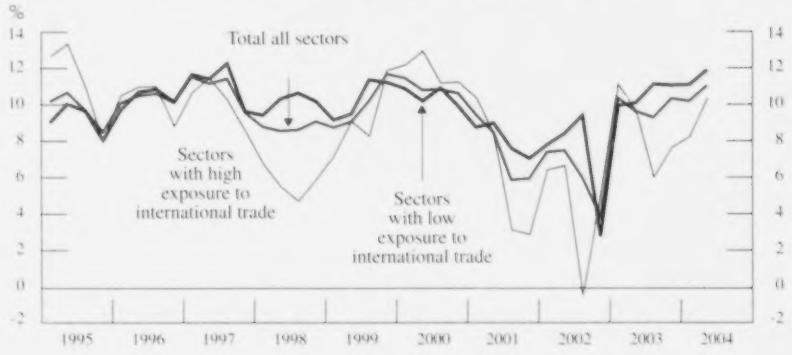
1. This technical box updates Technical Box 2 in the April *Report*.
2. See Technical Box 3 for more details.

Real GDP by Sector
Percentage change

Sector	December 2002 to December 2003	December 2003 to July 2004 (annual rate)
Aggregate business	2.7	3.5
High exposure to international trade or competition	3.3	4.0
Of which:		
Mineral fuels	2.1	0.2
Non-energy, non-farm commodity based	2.9	2.3
Other high-exposure sectors*	3.8	6.5
Low exposure to international trade**	2.5	3.3

* Includes selected non-commodity-based manufacturing industries
** Includes sectors that are exposed as net importers

Rate of Return on Equity for Selected Sectors



Indeed, the growth of business investment since 2002 has been concentrated in sectors with low exposure to international competition, as well as in industries producing energy and other commodities. In the remaining industries that are highly exposed to international trade and, therefore, to exchange rate fluctuations, capital spending has fallen back, however.

The Bank's autumn *Business Outlook Survey* suggested that, overall, the level of confidence among firms about sales prospects over the next 12 months remains about as high as it was in the summer survey, with firms in the West being significantly more optimistic than those in Central and Eastern Canada. Optimism about prospective capital spending also continues to be fairly high. Firms in most sectors still plan to increase their investment expenditures, with manufacturing continuing to be an exception.

More generally, it appears that many Canadian firms are still adjusting to developments in the global economy. Indeed, with continuing uncertainty attached to the outlook for global demand for Canadian goods and services, the likely path of world prices for energy and non-energy commodities, and the nature and extent of further changes in currencies, the size and timing of further adjustments by Canadian businesses remains uncertain.

Estimated pressures on capacity

Activity in the Canadian economy had moved up near its production potential by the second quarter of 2004.

Canada's economic growth in the first half of 2004 was higher than projected in the April *Report*. This, combined with a small upward revision to real GDP data for 2003,[5] suggests that the Canadian economy has moved up near its production potential somewhat more quickly than was expected in the last *Report*. Indeed, the Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity was very close to full capacity by the second quarter of 2004 (Chart 8). While there continues to be a wide confidence interval surrounding any estimate of the output gap, the Bank believes that its conventional measure provides a balanced assessment of how close the economy is to its capacity limits. This is confirmed by the proportion of firms reporting pressures on capacity in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* (Chart 9).

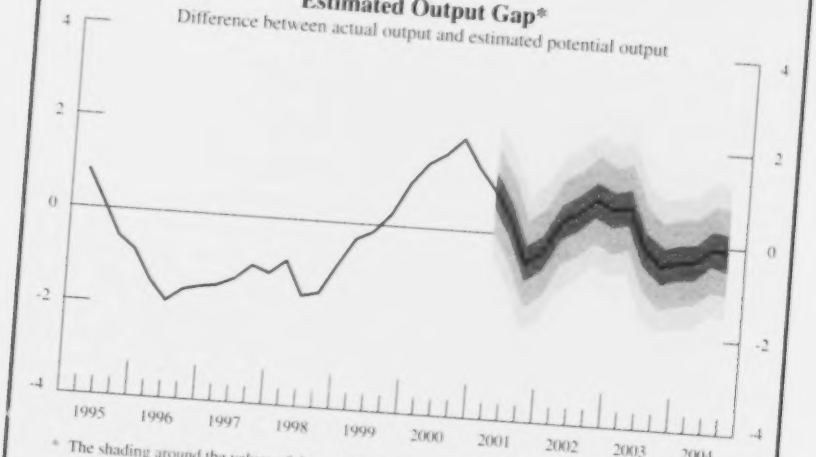
Some indicators currently point to greater pressure on capacity than the conventional measure. For instance, capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector was well above the 2000–03 average. As well, the number of companies adversely affected by labour shortages rose from the summer *Business Outlook Survey*. These

5. Statistics Canada's estimate of real growth for 2003, on an average annual basis, was revised up to 2.0 per cent from an initial estimate of 1.7 per cent.

Chart 8

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output

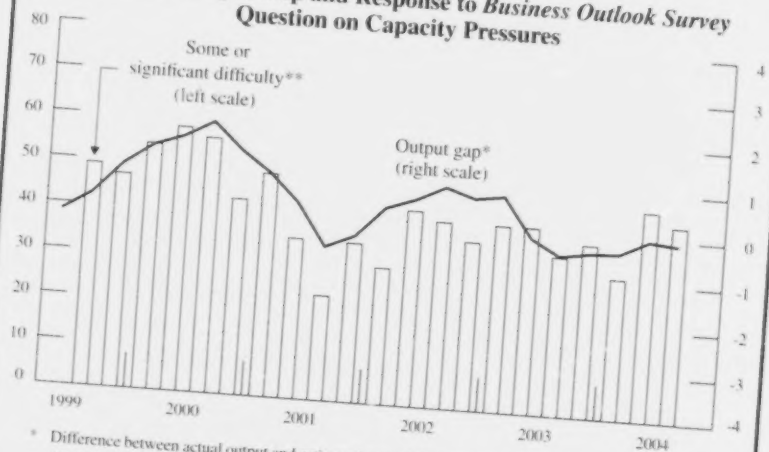


* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: The estimate for the third quarter of 2004 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.

labour shortages were widespread in the resource, trucking, business and personal services, manufacturing, and construction sectors. This last shortage is consistent with the capacity pressures that have been evident in the housing market for some time.

Chart 9

Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the third quarter of 2004 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.
** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

In contrast, other indicators suggest more slack than implied by the conventional measure of the output gap. Hours worked have been below trend, and wage increases continue to be moderate. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (excluding aerospace products and parts) also remains quite low.

There are differences in capacity utilization across industries and regions, and some of these differences may well become more pronounced in the future as a result of the ongoing adjustment process to global changes. However, there is currently little excess supply in the Canadian economy as a whole.

Cost control and output prices

Unit labour costs in the second quarter of 2004 were up only modestly from year-earlier levels.

Unit labour costs in the business sector in the second quarter of 2004 were up modestly from year-earlier levels, even though productivity increased only slightly over the past year (Chart 10). This reflected the fact that hourly labour compensation in the business sector rose by a mere 1 per cent between the second quarter of 2003 and the second quarter of 2004. However, the underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers,[6] seems to have been in a range between 2 1/4 and 3 1/4 per cent since the fourth quarter of 2003 (Chart 11).[7]

Further large year-over-year increases in the prices of Canada's commodity exports during the first half of 2004, resulting from strong growth in the world economy, contributed importantly to the pronounced increase in the annual rise in the chain price index for GDP (a broad price measure of goods and services produced in Canada) between the fourth quarter of 2003 and the second quarter of 2004 (Chart 12). However, the prices of non-energy commodities have edged down slightly since mid-2004 (Chart 13). Upward revisions to forecasts for U.S. crop production contributed to a decline in grain prices, and the prices of forest products have also eased as a result of somewhat weaker demand. In contrast, strong world demand has led to firmness in metals prices.

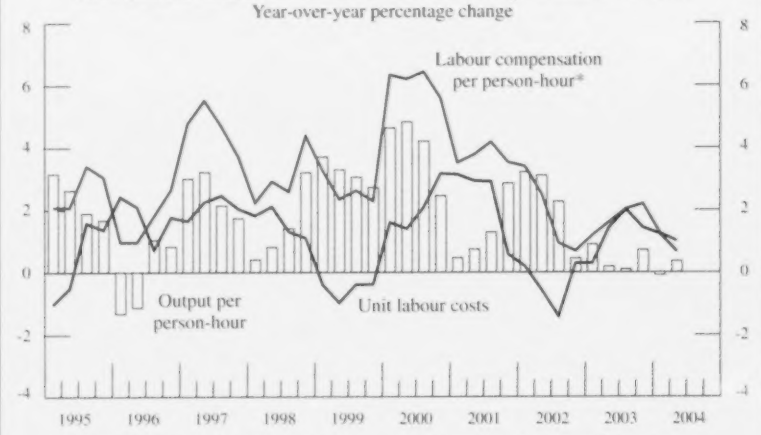
6. The average hourly earnings of permanent workers for the aggregate economy appear to give a better indication of the underlying rate of increase in wages than does labour compensation per person-hour in the business sector, partly because they are considerably less volatile. As well, the labour-compensation measure has, at times, been subject to considerable revision.

7. The drop in the average base-wage rate for contracts negotiated in the public sector in the second quarter of 2004 reflected the impact of a Government of British Columbia contract with health sector workers that contained wage cuts. The decrease in the average base-wage rate for contracts negotiated in the private sector in July 2004 reflected the impact of Air Canada agreements that contained wage freezes and some wage reductions.

Chart 10

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



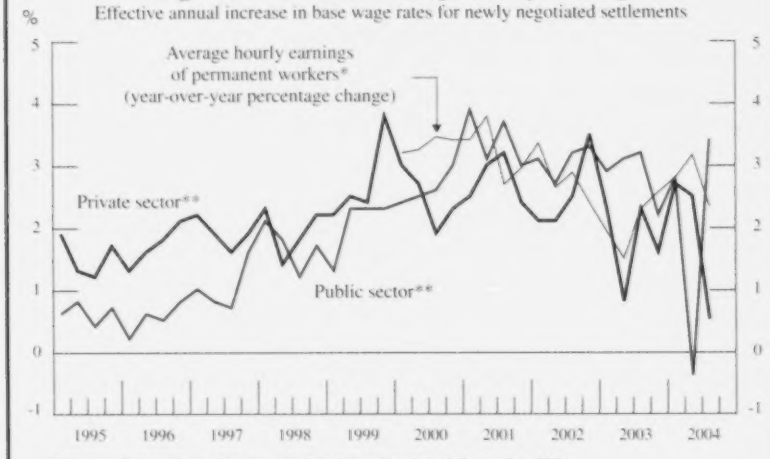
* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

Chart 11

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted, September 2004

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted, August 2004

Chart 12

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change

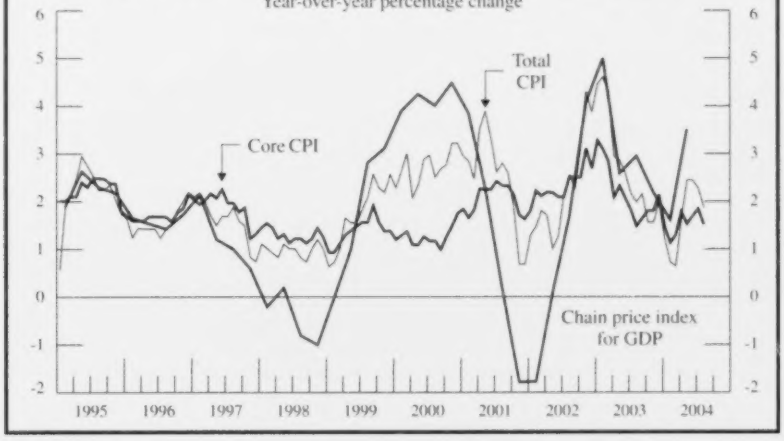
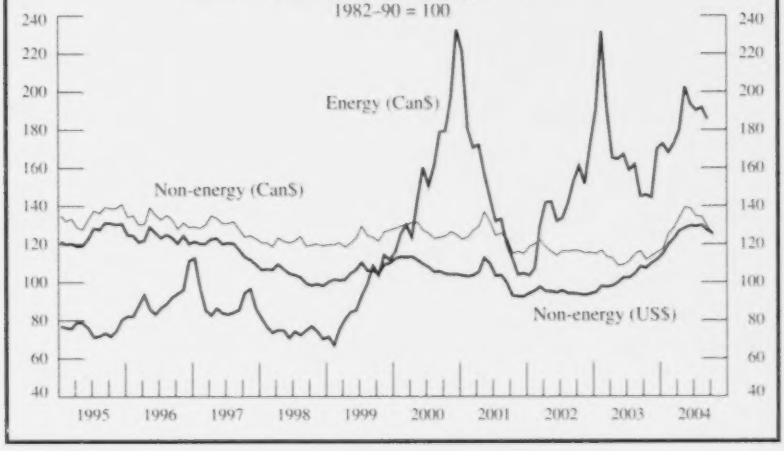


Chart 13

Bank of Canada Commodity Price Index

1982-90 = 100



3. Financial Developments

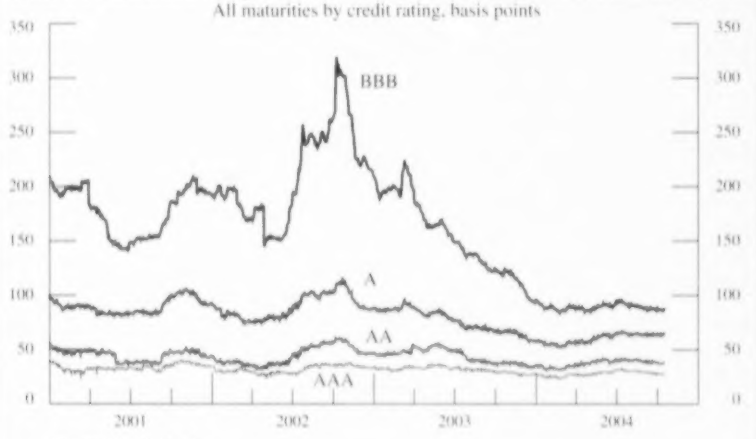
Financial conditions have been very favourable.

Financial conditions in Canada have been very favourable since the April *Report*. The yields and spreads on corporate bonds are broadly unchanged and remain below their historical averages, as strong profitability offsets concerns about the possible impact of higher interest rates in the future (Chart 14). Canadian equity markets have moved higher since the time of the last *Report*, and remain well above the levels seen a year ago. The solid earnings performance of Canadian banks, together with increased competition among financial institutions and between financial institutions and capital markets for business lending, has contributed to easier bank-lending conditions.

Chart 14

Yield on Canadian Corporate Bonds Minus Yield on Government Bonds

All maturities by credit rating, basis points



Source: Merrill Lynch

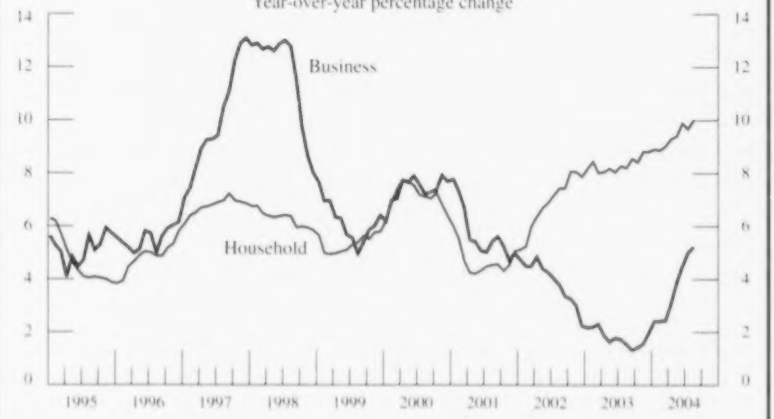
Favourable financial conditions and ongoing improvements in business balance sheets have led to a strengthening of total business credit growth, which is approaching a level in line with its historical averages (Chart 15). There has been a particularly brisk pickup in short-term business credit over the past few months—largely in the form of loans from chartered banks. This increase was due to lower borrowing costs, easier terms and conditions, and a slight increase in the demand for credit. Long-term business credit continued to grow solidly, supported by healthy issuance of bonds and equities in capital markets. However, most of the increase in business credit seems to have been directed towards general business operations rather than increased investment.

Household credit advanced at an accelerated pace, with both consumer credit and residential mortgage credit contributing to the rise. This pickup suggests that low interest rates and solid income growth are still bolstering consumption and housing investment.

Chart 15

Business and Household Credit

Year-over-year percentage change

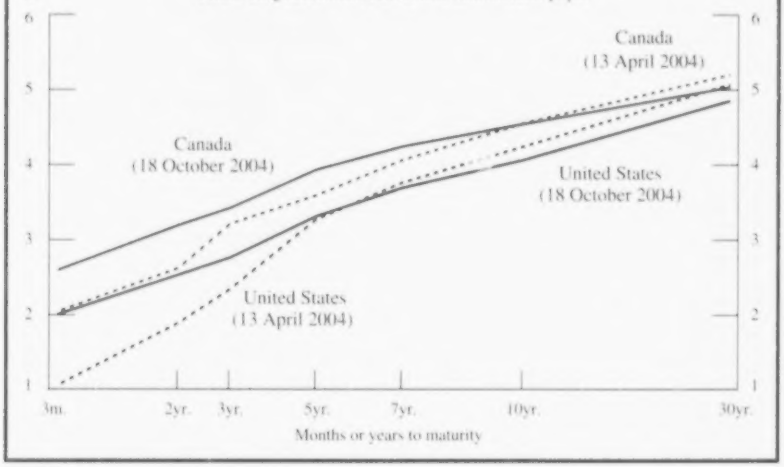


Yields on shorter-term bonds in both Canada and the United States have risen since the last *Report*, driven by higher policy rates and expectations of further increases. Yields on longer-term bonds, in contrast, have shifted down slightly (Chart 16). Furthermore, bond yields are generally well below the peaks reached in May and June of this year. The early summer peak in yields

Chart 16

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



reflected both the perceived beginning of the tightening phase in the U.S. interest rate cycle and growing optimism about the strength of the U.S. and global recoveries. Subsequent concerns over the summer months about a U.S. slowdown, combined with record high oil prices and the dampening effect that they could have on consumption in several countries, have led to a sharp drop in yields from those earlier levels. Spreads between the yields on Canadian and U.S. government bonds have generally widened over the period, largely as a result of movements in U.S. yields.

Although the Canadian dollar also exhibited significant movements over the period, it is broadly stronger since the time of the last *Report*, having appreciated by slightly over 7 per cent relative to both the U.S. dollar and the C-5 index of currencies (Chart 17). By mid-May, when the growth outlook in the United States was at its most optimistic, the Canadian dollar had fallen to approximately 71.5 cents U.S. Following this, however, a combination of weaker-than-expected U.S. growth, stronger Canadian growth, and firming commodity prices contributed to the appreciation of the Canadian dollar, which is currently trading at close to 80 cents U.S.

Chart 17

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays

* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

4. The Outlook

International background

The global economy is expected to continue to expand over the next two years, fuelled by robust growth in Asia, somewhat above potential growth in the United States, and moderate growth in Europe and Japan (Table 1). The pace of expansion will be dampened by the recent sharp increase in oil prices, however, and by a move to higher interest rates as economies currently experiencing excess supply conditions move closer to full production capacity. The Bank's base-case projection calls for world economic growth to moderate from about 4 3/4 per cent in 2004 to about 4 per cent in 2005, and to pick up to about 4 1/4 per cent in 2006.

Table 1
Global Growth Projections[a]

	Share of real global GDP[b] (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to global economic growth[c]		
		2004	2005	2006
United States	21	4.6 [0.97]	3.7 [0.78]	4.1 [0.86]
European Union	20	2.1 [0.42]	1.9 [0.38]	2.6 [0.52]
Japan	7	4.1 [0.29]	1.5 [0.11]	2.1 [0.15]
China and Asian NIEs[d]	16	8.2 [1.31]	7.1 [1.14]	6.5 [1.04]
Others	36	4.6 [1.66]	4.1 [1.48]	4.8 [1.73]
World	100	4.7	3.9	4.3

a. Source: Bank of Canada
b. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2002. Source: IMF, WEO Database, September 2003.
c. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.
d. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

While the outlook is favourable, there are a number of uncertainties, especially beyond mid-2005. The timing and extent of fiscal consolidation in most major economies is unclear at this time. More broadly, the form of the resolution of current account imbalances, notably those in the United States and East Asia, is difficult to ascertain. And there remain ongoing geopolitical concerns.

Over the next two and a half years, the Bank's base-case projection for the U.S. economy is for growth at a rate slightly faster than that of its production capacity. The key economic driver in the United States is expected to be strong growth in business investment, responding to underinvestment in recent years and to very favourable financing conditions. Productivity gains from past and future investments and capital deepening are expected to maintain the growth of potential output at about 3 1/2 per cent. The past depreciation of the U.S. dollar should boost net exports, while the recent sharp increase in oil prices, together with a reduction in monetary stimulus, and some assumed fiscal consolidation, will dampen growth in household spending. The output gap, estimated at 1 per cent in the third quarter of 2004, is projected to narrow further during 2006.

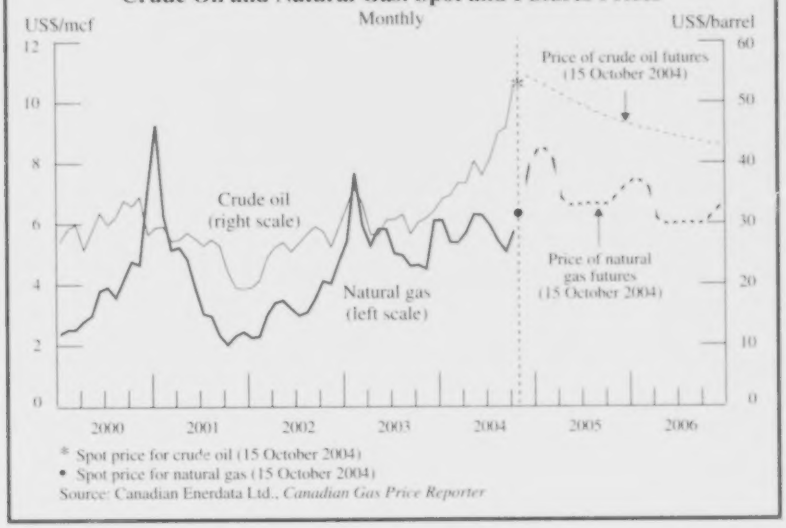
In Europe, the recovery, although uneven, is now somewhat more firmly anchored. Robust growth in some countries, such as the United Kingdom, is counterbalanced by less-favourable prospects in Germany and Italy. The recovery in Japan is expected to be sustained, albeit at a slower pace than recorded at the end of 2003 and early 2004. Emerging-market countries in Asia should continue to contribute positively to world growth if China successfully moves towards a more sustainable growth path.

There are risks to the outlook for 2005. On the downside, the U.S. economy may slow more than expected, and the Chinese economy may slow more abruptly than projected. On the upside, investment growth and inventory rebuilding in the United States may be stronger than expected, and the Chinese economy may not slow as much as projected.

The U.S.-dollar prices of non-energy commodities are expected to remain at a relatively high level over the next two years as a result of the global economic expansion, although they are likely to ease over time as new supplies come on stream. The price of crude oil is assumed to remain above US$50 per barrel in the first half of 2005 and to ease to about US$43 per barrel by the second half of 2006. Natural gas prices, which will likely move up with the onset of the winter heating season, are expected to remain at relatively high levels through 2006. These assumptions are consistent with the current market expectations embodied in futures prices (Chart 18). The Bank's base-case scenario for oil prices is well above that used in both the last *Report* and *Update*.

Chart 18

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices



* Spot price for crude oil (15 October 2004)
• Spot price for natural gas (15 October 2004)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Aggregate demand and supply in Canada

Continued strong growth in final domestic demand is expected to contribute importantly to economic expansion in Canada through to 2006.

Continued strong growth of final domestic demand is expected to contribute importantly to economic expansion in Canada through to 2006 (Table 2). Business investment is projected to strengthen further as a result of strong growth in the global economy and the resulting high level of commodity prices, very favourable financial conditions, and reductions in the prices of imported machinery and equipment. Solid growth in consumer spending should be sustained by further gains in real incomes. Housing investment is expected to stabilize at current high levels, as supply catches up with demand. And spending by all levels of government is projected to rise broadly in line with revenues as governments strive to maintain fiscal balance.

While continued global economic expansion implies further gains for Canadian exports, this is projected to be more than offset by faster growth in imports. The past appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to dampen the growth of Canada's exports and to boost that of imports through 2005.

However, it remains difficult to analyze Canada's international trade volumes in terms of the underlying fundamentals (Technical Box 3). At mid-2003, the levels of both exports and imports seemed well below those indicated by their historical relationships with measures of real income and relative prices. Since then, exports have moved back up near their predicted long-run levels, while imports continue to be much lower than expected. These

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2004	2005	2006
Consumption	1.8 (1.8)	1.7 (1.8)	1.7
Housing	0.4 (0.5)	0 (0)	0
Government	0.6 (0.5)	0.7 (0.7)	0.8
Business fixed investment	0.6 (0.7)	0.8 (0.9)	0.9
Subtotal: Final domestic demand	*3.4 (3.5)*	*3.2 (3.4)*	*3.4*
Exports	3.0 (2.3)	2.0 (1.6)	1.7
Imports	-2.8 (-2.4)	-2.5 (-1.9)	-1.9
Subtotal: Net exports	*0.2 (-0.1)*	*-0.5 (-0.3)*	*-0.2*
Inventories	-0.7 (-0.7)	0.2 (0.4)	0
GDP	2.9 (2.7)	2.9 (3.5)	3.2

* Figures in parentheses are estimates used for the scenario in the July *Update*.

puzzling developments, together with substantial and ongoing revisions to the trade data, make the projection of the future contribution of net exports to GDP growth particularly uncertain. More generally, given the various forces at play in the global economy, there are risks around our projections for imports and exports, and for business investment.

Higher-than-expected oil prices, both actual and prospective, should tend to reduce demand for Canadian exports, raise production costs for Canadian firms, and dampen household spending, all else being equal. Over time, they should also lead to higher capital spending and output by energy-producing firms. However, given the time necessary for regulatory approvals before major new projects can proceed, and given tight markets for many inputs, including skilled labour, the impact of higher oil prices on the capital expenditures of energy-producing companies is expected to be limited in the short term. Thus, higher energy prices are likely to have a small negative effect on Canadian GDP in the near term, before the positive impact on capital spending and energy output in Canada becomes more pronounced.

Growth is expected to remain close to 3 per cent through 2006 . . .

The Bank's base-case projection for Canada calls for real GDP growth to average about 3 per cent (the estimated growth rate of production capacity), at an annual rate, over the period from the second half of 2004 to the end of 2006. Given the effects of higher oil prices, including a slowing in U.S. economic expansion, and the anticipated further dampening of net exports arising from the

Technical Box 3

The Dynamics of Exports and Imports

Large changes in macroeconomic variables and significant disturbances to trade from unusual shocks, combined with ongoing high volatility and substantial revisions to trade data, have made the interpretation of export and import movements difficult over the last few years. Nevertheless, an analysis of recent trade data and macroeconomic developments within a framework of error-correction models of exports and imports suggests the following picture of trade adjustment.

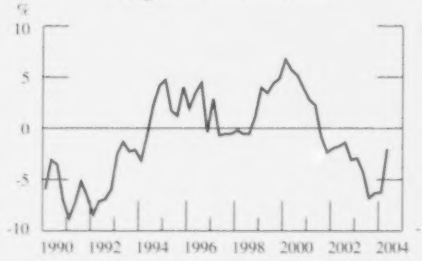
Exports have sprung up in recent quarters after a period of trend decline that had brought them well below the estimated long-run "fundamental" values suggested by an econometric model based on the observed levels of foreign output, the relative price of exports, and global openness to trade, as captured by the ratio of exports to GDP in OECD countries. This shortfall seems ascribable, at least in part, to increasing slack in the world economy and to a number of unfavourable sector-specific developments.[1] The recent resurgence of exports appears to have arisen mostly from the global economic upswing and the accompanying rise in commodity prices. Exports have also probably been boosted by a shift in the composition of foreign activity in favour of components to which Canadian exports are particularly sensitive,[2] the diminishing effects of earlier unfavourable sectoral shocks, and to a smaller degree, a decline over the past year in manufacturing unit labour costs relative to the export price of end products. As a result, exports had climbed back closer to their predicted long-run value by the second quarter of this year.

Imports have been trending up in 2003 and 2004 relative to a measure of import-intensive activity. At the same time, however, they have fallen increasingly below the values suggested by an econometric model based on the observed levels of import-intensive activity, the relative price of imports, and global openness to trade. Work at a disaggregated level suggests that this shortfall originates largely in machinery and equipment imports and that, to a small extent, it may have arisen from attempts by industries with high propensities to import equipment parts and components to reduce excessive stocks relative to sales. Uncertainty about the estimated parameters of the import model allows for a range of probable values for the shortfall of imports. Thus, the relatively large size of the estimate shown below must be interpreted with caution.

Although it remains very hard to project with confidence how trade adjustment will evolve in the future, it seems likely that net exports will make a negative contribution to growth in the short term as exports slow more than imports. Exports might receive less support from the factors that have counteracted exchange rate effects recently, while imports would likely tend to catch up to higher long-run "fundamental" levels.

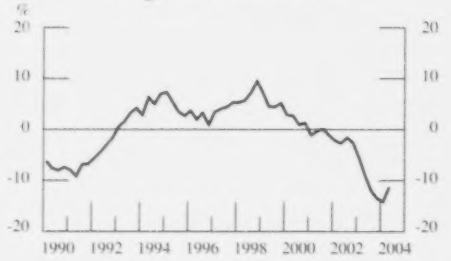
1. For a review of these shocks, see "Recent Trends in Export Volumes," Technical Box 1, *Monetary Policy Report*, April 2004.
2. For instance, a measure that weights indexes of U.S. industrial production and various components of U.S. GDP by the relative proportions in total Canadian exports of the export categories to which they relate shows significantly more growth from the third quarter of 2003 onwards than does U.S. GDP.

Deviation of Exports from Estimated Long-Run Fundamentals



Last date plotted: 2004Q2

Deviation of Imports from Estimated Long-Run Fundamentals



Last date plotted: 2004Q2

Estimated Long-Run Elasticities

	Exports[a]	Imports[a]
Activity (foreign or domestic)[b]	1.0[c]	1.0[c]
Relative prices (of exports or imports)	-0.4	-0.9
Export intensity in OECD countries	0.6	0.4

a. Model estimated over the period 1973Q1 to 2004Q1.
b. Foreign activity: Canadian-trade-weighted average of GDP indexes for the G-6 countries. Domestic activity: Canadian GDP less government expenditures and the statistical discrepancy, plus imports.
c. Imposed elasticity, not statistically different from an estimated unconstrained elasticity.

past appreciation of the Canadian dollar, growth is expected to be slightly less than 3 per cent during 2005 and slightly more in 2006. This implies growth, on an annual average basis, of just under 3 per cent in 2004 and 2005, and about 3 1/4 per cent in 2006.

The projection for growth in 2004 is a little higher than in the April *Report* and the July *Update*, whereas the projection for 2005 is lower. This growth projection for 2005 is also lower than the latest *Consensus* outlook.

. . . with the economy staying close to its production capacity.

This growth scenario implies that the Canadian economy may experience some small renewed excess supply in 2005 before returning close to its production capacity by mid-2006. The base-case scenario assumes further withdrawal of monetary stimulus over time to keep the economy near its production capacity and achieve the inflation target.

Measures of inflation expectations

While indicators of near-term inflation expectations have moved up, many longer-term measures remain close to 2 per cent.

While most indicators of short-term inflation expectations that the Bank follows have moved up modestly since mid-April, many of the key medium- and longer-term measures remain close to 2 per cent. In the regular survey reported in the autumn issue of the Conference Board of Canada's *Index of Business Confidence*, 72 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less. This is a lower percentage than reported nine months earlier. As well, while just under 90 per cent of firms in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, 54 per cent of respondents expected inflation to be in the upper part of the range. On the other hand, the average private sector forecast for total CPI inflation in both 2004 and 2005 is around 2 per cent. Consensus forecasts of inflation for 2006 and beyond also continue to be very close to 2 per cent.

Other factors affecting inflation

There is a heightened risk that the recent surge in the global prices of energy may pass through to the prices of non-energy goods and services. Recent experience suggests that this pass-through effect is likely to be relatively small and spread out over a period of about two years. However, this experience may understate the pass-through of the recent increase in energy prices owing to its expected persistence.

On the other hand, the appreciation of the Canadian dollar since early 2003 is expected to continue to exert some slight downward pressure on core inflation.

Increases in average hourly earnings of permanent workers are expected to rise somewhat between now and 2006. At the same time, with growth in labour productivity expected to pick up over this period, the projected year-to-year increase in unit labour costs, while rising, should be at or below 2 per cent through the projection horizon.

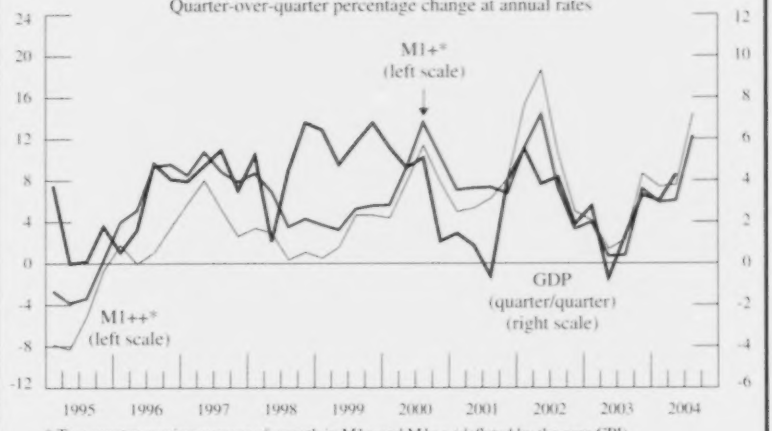
Implications of money growth

Growth in the narrow money aggregates—M1+ and M1++—has continued its upward trend since the last *Report*. Although the pace moderated somewhat in July and August, it remains strong on a year-over-year basis. This strength is broadly consistent with the low interest rate environment and suggests strong output growth in coming quarters (Chart 19).

Chart 19

Growth of Real GDP and M1+ and M1++

Quarter-over-quarter percentage change at annual rates



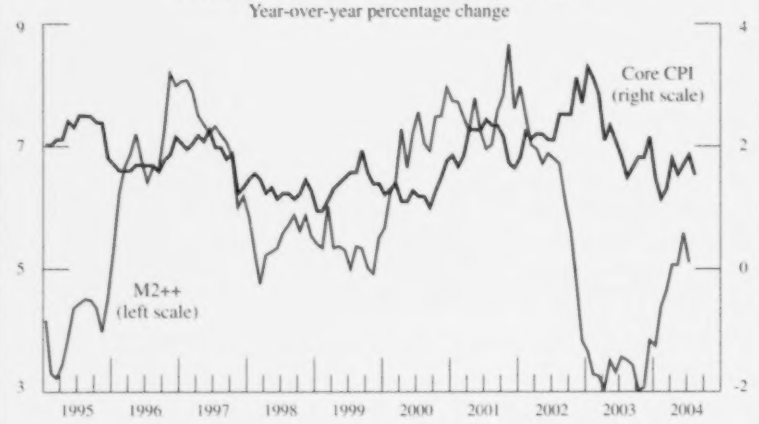
* Two-quarter moving average of growth in M1+ and M1++ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

Since the last *Report*, the growth of broad money—M2++—has continued to recover from the low levels of 2003. This recovery is attributed to the faster growth of the narrow money aggregates and, to a lesser extent, faster growth in non-money-market mutual funds. The stronger growth in M2++ points to a reduction in the risk of disinflationary pressure (Chart 20).

Chart 20

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



Inflation projection

The excess supply in the Canadian economy, which was evident through most of 2003 and into early 2004, should keep core inflation slightly below longer-run expectations over the next few quarters. The past appreciation of the Canadian dollar is also expected to exert a little downward pressure on the core rate through 2005.

Core inflation is expected to be about 1.5 per cent for the rest of 2004 . . .

The year-over-year rate of increase in the core CPI is projected to remain at about 1.5 per cent for the rest of this year. This outlook incorporates larger monthly increases in the seasonally adjusted core CPI relative to those experienced in the first eight months of 2004, because recent price discounting for such items as clothing and non-shelter services is expected to moderate, and annual increases for tuition fees and property taxes are anticipated. In view of the volatility in the core rate observed in 2004 to date, the level of uncertainty surrounding the near-term monitoring of core inflation is somewhat higher than normal.

. . . before moving up to the 2 per cent target by the end of 2005.

With the economy operating near its potential over the projection period, the effects of other factors roughly cancelling each other, and inflation expectations remaining well anchored, the core rate of inflation is projected to move up to the 2 per cent target by the end of 2005 and to remain at 2 per cent through 2006 (Table 3).

Table 3
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2004		2005			2006	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	**1.6** *(1.7)*	**1.5** *(1.6)*	**1.7** *(1.8)*	**1.8** *(1.8)*	**1.9** *(1.9)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0**
Total CPI	**2.0** *(2.2)*	**2.8** *(2.2)*	**3.1** *(1.8)*	**3.0** *(1.8)*	**1.9** *(1.6)*	**1.5** *(1.7)*	**1.7**
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US$ per barrel)							
WTI (level)	**44** *(38)*	**54** *(38)*	**53** *(36)*	**51** *(36)*	**48** *(35)*	**45** *(33)*	**43**

* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

Total CPI inflation is likely to move well above the core rate and remain there until mid-2005.

Developments in the markets for crude oil will continue to have a crucial impact on the outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI (Chart 18). Based on the assumption that the price of crude oil will remain above US$50 per barrel through to mid-2005, total CPI inflation is likely to rise near the top of the target range and stay there until the middle of next year. With the WTI price of oil assumed to ease below US$50 per barrel in the second half of 2005 and then to decrease further to US$43 per barrel by the second half of 2006, total CPI inflation should fall sharply in the second half of next year and stay below the core rate of inflation through 2006.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

_____. 2004. *Business Outlook Survey* (Autumn).

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2004. *Index of Business Confidence* (Autumn).

_____. 2004. *Index of Consumer Attitudes* (September).

Consensus Economics Inc. 2004. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

APPENDIX

Inflation Performance since May 2001

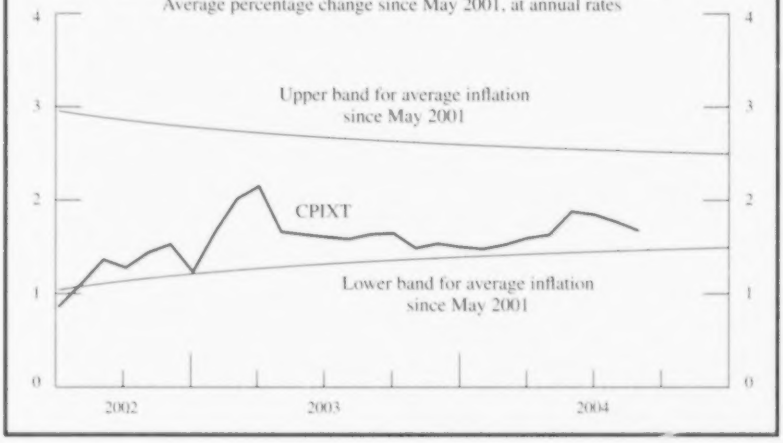
In May 2001, the Government of Canada and the Bank announced the renewal of the inflation-control target for a period of five years to the end of 2006. The Bank announced its intention to strengthen the way in which the target arrangements would be implemented in order to increase the predictability of inflation over longer time horizons. Inflation performance since May 2001 is reviewed here to assess how well this commitment has been met.

The Bank's commitment to keep future inflation at the 2 per cent target midpoint implies that inflation should be expected to average 2 per cent over extended periods. Indeed, the average annualized rate of inflation for the CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (CPIXT)[1] has been 1.7 per cent since May 2001 (Chart A1).

Chart A1

CPI Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes

Average percentage change since May 2001, at annual rates



With monetary policy systematically directed to moving inflation to 2 per cent over a six-to-eight-quarter horizon, most outcomes for 12-month inflation will be contained within a range of +/-1 per cent around this target midpoint. Therefore, in Chart A1,

1. This measure is the focus here because the Bank's policy actions do not try to offset the first-round effects of changes in indirect taxes. Because of increases in tobacco taxes, the average rate of inflation for the total CPI was 1.9 per cent for the same period.

the range shown for May 2002 is +/-1 per cent around 2 per cent. However, the width of the range containing the same frequency of inflation outcomes would decline over time when the average inflation rate is calculated over a longer period if there is no correlation between non-overlapping 12-month inflation rates (i.e., if deviations from target are truly random). In Chart A1, this characteristic is shown by the diminishing distance over time between the upper and lower bands. For more details, see Crawford (2001).

Other approaches can be used to assess the predictability of inflation over horizons longer than one year. For instance, the annualized rate of CPIXT inflation over a two-year horizon has been within 1 per cent of the target 95 per cent of the time since May 2001 (Table A1). It has also been more tightly centred around the target midpoint than in the preceding period (from December 1996 to April 2001). As a result, the average annual rates of change measured from December 1994 for CPIXT have been very close to 2 per cent over most of the period from May 2001 to August 2004 (Chart A2).[2] Correspondingly, measures of inflation expectations over horizons of two years have remained tightly clustered around the target midpoint.

Table A1
Annualized Inflation over Two-Year Horizons
CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (CPIXT)

	Percentage of time within a range around the target midpoint		
	Range		
	+/-0.7%	+/-0.8%	+/-1.0%
December 1996 to April 2001	62	81	91
May 2001 to August 2004	90	95	95
May 2002 to August 2004	96	100	100

Monetary policy cannot keep inflation at exactly 2 per cent each month. Factors such as unexpected disturbances in aggregate demand and supply and large changes in the prices of volatile CPI components, such as energy, can move observed inflation above or below the target midpoint. Nonetheless, if the conduct of monetary policy is systematically focused on moving inflation towards

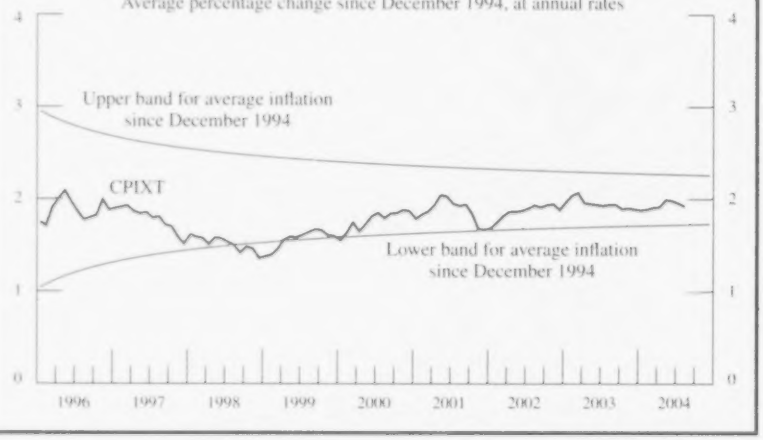
2. December 1995 was the first month in which monetary policy had a target range with a midpoint of 2 per cent for the 12-month inflation rate.

the target midpoint, actual outcomes should be within the target range a high percentage of the time. Indeed, the 12-month rate of change of the CPIXT has been within the target range just under 70 per cent of the time for the period under review, very close to the outcome for the preceding period from December 1995 to April 2001 (Table A2). Moreover, transitory price movements in the volatile components of CPIXT have been mainly responsible for the movements of the 12-month inflation rate that were outside the target range over this period, since the core rate of inflation has been within 1 per cent of the target midpoint only marginally less often than in the preceding period (Table A3).[3] Indeed, unusually large fluctuations in the prices of energy commodities since May 2001 have contributed to somewhat more frequent, although temporary, movements in the 12-month inflation rate for the CPIXT outside the target range than was the case in the preceding period from December 1995 to April 2001.

Chart A2

CPI Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes

Average percentage change since December 1994, at annual rates



3. This was due to a large increase in insurance premiums between the end of 2001 and early 2003, which pushed the core rate of inflation temporarily above the upper limit of the target range at the end of 2002 and early 2003.

Table A2
Percentage of Time 12-Month Inflation Was Within a Range Around the Target Midpoint
CPI excluding the effect of changes in indirect taxes (CPIXT)

	Range		
	+/-1%	+/-1.2%	+/-1.5%
December 1995 to April 2001	74	85	100
May 2001 to August 2004	68	70	83

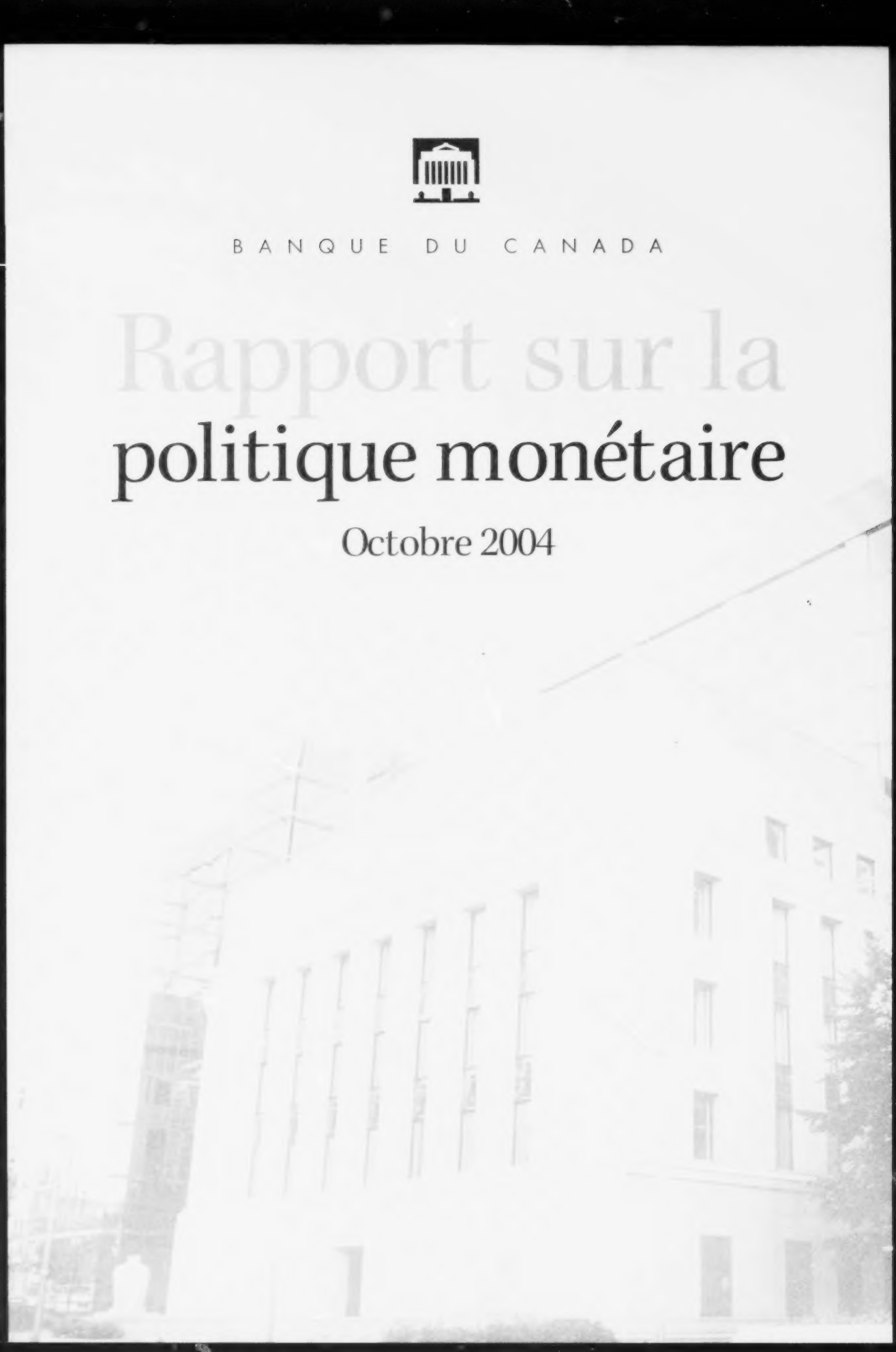
Table A3
Percentage of Time Core Inflation (CPIX) Was Within a Range Around the Target Midpoint

	Range		
	+/-0.7%	+/-0.8%	+/-1.0%
December 1995 to April 2001	69	85	97
May 2001 to August 2004	88	88	93

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2004



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5209
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2004 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Mark Carney.

Nous pouvons être certains que [de] puissantes forces économiques internationales [...] se feront encore sentir dans l'avenir. Cette évolution amènera dans son sillage des défis à relever, mais aussi des occasions à saisir.

À la Banque du Canada, nous continuerons à surveiller ces forces de près et à évaluer les répercussions qu'elles ont au pays et à l'étranger. Nous contribuerons par le fait même à la prospérité économique future du Canada, en maintenant l'inflation à un niveau bas et stable.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
20 septembre 2004

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9

3. L'évolution financière 21

4. Les perspectives 25

La conjoncture internationale 25
La demande et l'offre globales au Canada .. 27
Les mesures des attentes relatives à l'inflation 32
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 32
L'incidence de l'expansion monétaire 32
Les prévisions relatives à l'inflation 34

Bibliographie 36

Annexe :
La tenue de l'inflation depuis mai 2001 37

Notes techniques

1. L'évolution récente des prix du pétrole 10
2. L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : l'évolution sectorielle au Canada 14
3. La dynamique des exportations et des importations 28

1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, dont la reprise marquée de l'activité économique mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base; la montée en puissance, à l'échelle du globe, de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et le réalignement des devises, y compris du dollar canadien. La politique monétaire que mène le Canada facilite ce processus d'ajustement en s'attachant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Au début de l'année, comme l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait en deçà du taux visé et que l'économie affichait une offre excédentaire, la Banque a abaissé à 2 % le taux cible du financement à un jour afin de soutenir la croissance de la demande intérieure. Compte tenu de l'appréciation du dollar canadien en 2003, la Banque ne s'attendait pas à ce que les exportations nettes (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) alimentent la demande globale de façon notable en 2004 et 2005. Mais au premier semestre de cette année, les exportations ont progressé beaucoup plus rapidement que prévu. L'économie canadienne s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus tôt qu'on ne l'avait escompté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de ce dernier parue en juillet.

L'évolution récente a renforcé la nécessité pour l'économie canadienne de continuer à procéder à des ajustements. Principalement sous l'effet de la vigueur de la demande mondiale, les cours du pétrole ont largement dépassé les niveaux envisagés par la Banque dans ses projections antérieures. Les prix des produits de base non énergétiques sont élevés, et le dollar canadien s'est encore raffermi, ce qui accentue la pression sur les secteurs très exposés à la concurrence étrangère.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que, d'ici la fin de 2006, le taux d'accroissement de la demande globale de produits et services canadiens avoisinera en moyenne celui de la production potentielle, estimé à 3 %. Étant donné les effets du renchérissement du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, elle s'attend à ce que la croissance soit légèrement inférieure à 3 % en 2005 et excède quelque peu ce niveau en 2006.

Comme l'économie tournera vraisemblablement près des limites de sa capacité durant toute la période de projection, la Banque

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'avril

8 juin — aucune modification

20 juillet — aucune modification

8 septembre — haussé de 25 points de base à 2,25 %

19 octobre — haussé de 25 points de base à 2,50 %

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 19 octobre 2004.

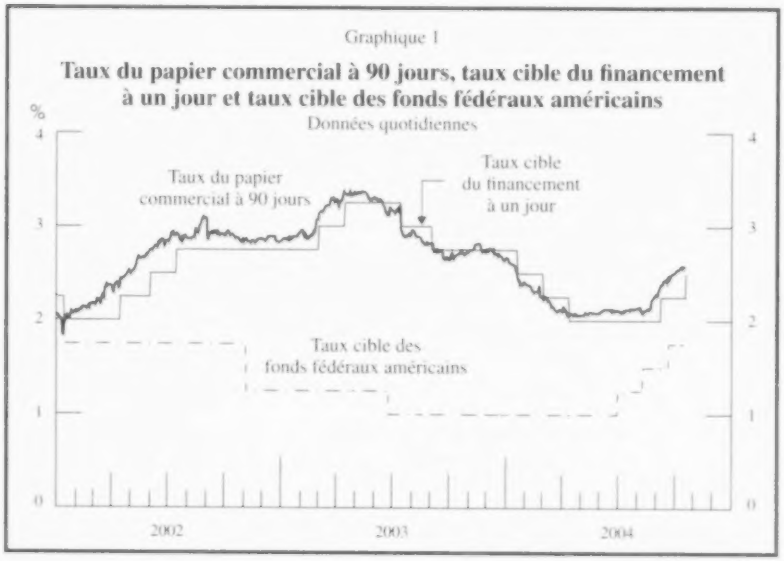
croit que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % d'ici la fin de 2005.

Dans ce contexte, la Banque a décidé de réduire le degré de détente monétaire au sein de l'économie en portant le taux cible du financement à un jour à 2,25 % le 8 septembre et à 2,50 % le 19 octobre (Graphique 1). Il faudra resserrer encore la politique monétaire au fil du temps pour maintenir l'inflation au taux cible; le rythme des hausses des taux d'intérêt dépendra de l'évaluation que la Banque fera des perspectives d'évolution des facteurs qui déterminent les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et, partant, sur l'inflation.

Le comportement des exportations et des importations canadiennes revêt une importance particulière à cet égard, vu l'incertitude entourant les ajustements en cours à la conjoncture internationale, notamment aux variations des prix des produits de base et des taux de change. Les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale touchent principalement à l'évolution des prix du pétrole, au rythme de l'expansion en Chine, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie orientale et au climat géopolitique.

Graphique 1

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Au cours des huit premiers mois de 2004, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,5 % en moyenne, soit en deçà de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. Parallèlement, le taux d'accroissement de l'IPC global a vivement augmenté, en raison notamment du niveau inattendu qu'ont atteint les cours du pétrole brut.

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée en deçà de la cible de 2 % en août.

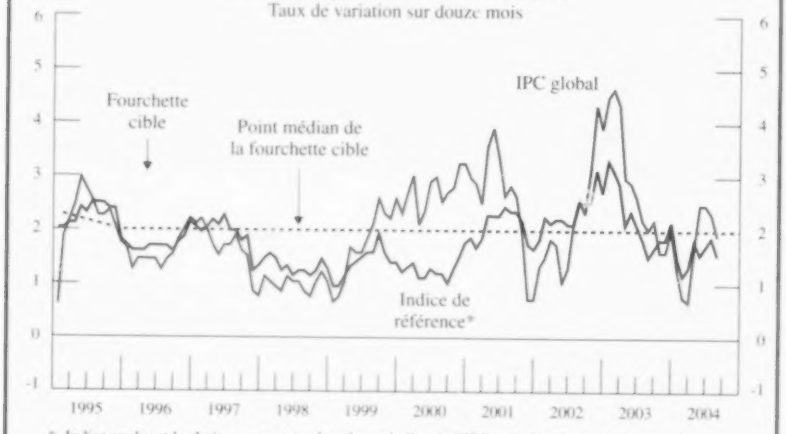
L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de 1,1 % en février à 1,5 % en août (Graphique 2)[1]. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit étaient aussi inférieures à la cible de 2 % (Graphique 3).

Les capacités de production excédentaires, manifestes pendant la majeure partie de 2003 et au début de 2004, ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence sous la cible au cours des huit premiers mois de l'année. Les prix des biens à forte teneur en importations ont aussi continué de fléchir durant cette période, sous l'effet d'un nouveau repli des cours mondiaux de nombreux produits de consommation et des retombées de l'appréciation passée du dollar canadien. Bien qu'ayant affiché

Graphique 2

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



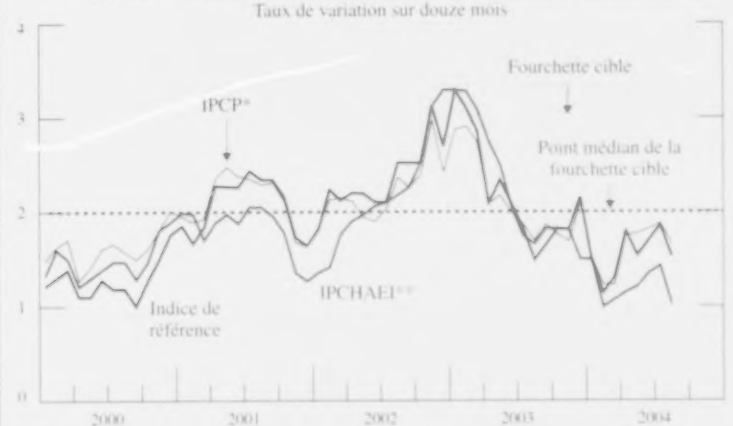
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 3

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

une certaine volatilité, l'inflation mesurée par l'indice de référence a progressé, entre février et août, à un rythme à peu près équivalent à celui projeté dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet. De mars à juillet, le taux d'accroissement de cet indice a été un peu plus élevé que prévu en raison d'une hausse plus vive qu'escompté des prix des véhicules automobiles. En août toutefois, il est revenu au niveau anticipé, sous l'influence de la prolongation des rabais accordés aux acheteurs d'automobiles. Par ailleurs, le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation de la viande a aussi grimpé considérablement ces derniers mois, en partie à cause d'une réduction des approvisionnements en poulet imputable à la détection de foyers de grippe aviaire dans la vallée du Fraser, en Colombie-Britannique[2].

Le taux d'accroissement de l'IPC global a vivement augmenté depuis février dernier.

La progression sur douze mois de l'IPC global se situait à 1,9 % en août, contre 0,7 % en février. Cette hausse, supérieure à celle affichée par l'indice de référence, est due dans une large mesure à l'importante majoration des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant. Le cours du pétrole brut a poursuivi sa montée depuis la mi-avril, en raison du dynamisme de la demande à l'échelle internationale et de l'accentuation de l'inquiétude face aux risques

2. Cette situation résulte en outre du redressement du prix à la consommation du bœuf par rapport au niveau anormalement bas où il s'établissait en août 2003, à la suite de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovin, de bœuf et de produits connexes imposé après la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine en Alberta.

d'une interruption des approvisionnements dans certaines régions productrices de pétrole (Note technique 1). De fait, à l'heure actuelle, le prix de l'or noir dépasse nettement les niveaux envisagés dans les scénarios de référence présentés dans les dernières livraisons du *Rapport* et de la *Mise à jour*.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

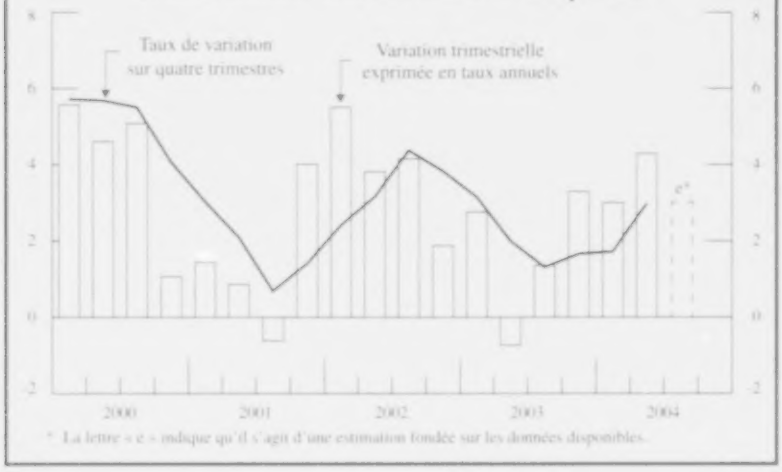
La demande globale

Au premier semestre de 2004, la croissance de l'économie canadienne a été supérieure à nos projections...

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 3,7 % au premier semestre de 2004, ce qui est supérieur à ce que nous avions prévu dans le *Rapport* d'avril (Graphique 4). En particulier, la hausse des exportations a été beaucoup plus marquée que nous ne l'avions anticipé. Des indicateurs récents des dépenses et de l'activité donnent à penser que la croissance avoisinait 3 % au troisième trimestre, ce qui est à peine moins que le chiffre avancé dans la *Mise à jour* de juillet.

Graphique 4

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

... en raison de l'essor vigoureux des exportations et des dépenses des ménages.

L'essor généralisé des exportations s'explique en partie par le niveau exceptionnellement bas que celles-ci affichaient au milieu de 2003, mais aussi par la poursuite de l'expansion vigoureuse de l'activité à l'échelle mondiale. La demande intérieure finale a aussi vivement progressé, surtout au début de l'année (Graphique 5). La montée des dépenses des ménages s'est continuée à un rythme robuste, à la faveur de la détente monétaire passée et des gains plus substantiels au chapitre des revenus réels (Graphique 6). Les dépenses d'investissement des entreprises ont également bondi. Cette demande accrue a été satisfaite en partie par les importations,

Note technique 1

L'évolution récente des prix du pétrole

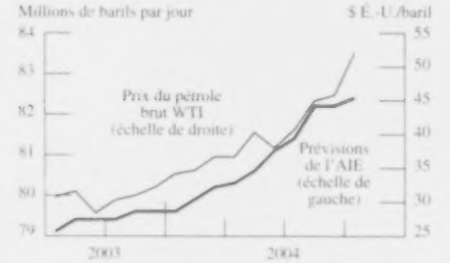
Les cours du pétrole brut ont grimpé de plus de 50 % depuis le début de l'année, atteignant un niveau record en octobre. En termes réels, ce niveau est toutefois inférieur d'environ 20 % au sommet historique enregistré au deuxième trimestre de 1981. La montée inattendue des prix mondiaux de l'or noir observée dernièrement s'explique par l'augmentation appréciable de la demande — l'expansion mondiale ayant été plus vigoureuse que prévu — ainsi que par l'accentuation de l'incertitude entourant la sécurité des approvisionnements à un moment où les capacités inutilisées à l'échelle internationale sont exceptionnellement faibles.

Les multiples révisions à la hausse apportées durant l'année aux estimations de la demande mondiale actuelle et future ont alimenté la perception d'une amplification des tensions sur les marchés pétroliers et le renchérissement qui s'en est suivi. L'Agence internationale de l'énergie (AIE), qui évaluait en avril à 80,3 millions de barils par jour la demande de pétrole brut pour 2004, a depuis porté ce chiffre à 82,4 millions. La vive expansion économique en Chine et en Inde a contribué à cette forte progression.

D'après les estimations, les capacités excédentaires des pays membres de l'OPEP (à l'exception de l'Iraq), qui représentent la seule source appréciable d'approvisionnement additionnelle à court terme, mis à part les stocks de pétrole commerciaux, ont touché des planchers records cette année. Dans ce contexte, les menaces d'interruption des livraisons ont eu une incidence particulièrement marquée sur les prix, en encourageant la constitution de stocks de précaution pour faire face aux perturbations importantes. Les préoccupations quant à la sécurité de la production de pétrole au Moyen-Orient (notamment en Iraq), l'incertitude planant sur la production de la compagnie pétrolière Ioukos en Russie, l'instabilité politique récente au Nigeria et les dégâts considérables causés aux installations pétrolières dans le golfe du Mexique ont concouru à la flambée des prix.

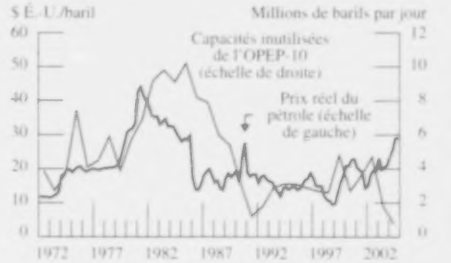
Le niveau des cours à terme du brut West Texas Intermediate (WTI) donne à penser que les prix resteront élevés dans un avenir rapproché, en raison de la demande vigoureuse, du haut taux d'utilisation des capacités ainsi que des menaces d'interruption des approvisionnements. À moyen terme, l'offre mondiale de pétrole brut devrait s'intensifier pour répondre à la demande accrue, ce qui entraînera une baisse graduelle des prix. C'est ce que laisse pressentir le niveau des cours à terme à cet horizon. Le prix des contrats à terme à l'horizon de six ans s'établit en ce moment à 38,30 $ É.-U. le baril.

Demande mondiale de pétrole pour 2004 vs cours au comptant



Source : AIE. Les données sont celles qui étaient disponibles le 13 octobre.

Prix réel du pétrole (en dollars de 1982-1990) et capacités inutilisées de l'OPEP-10*

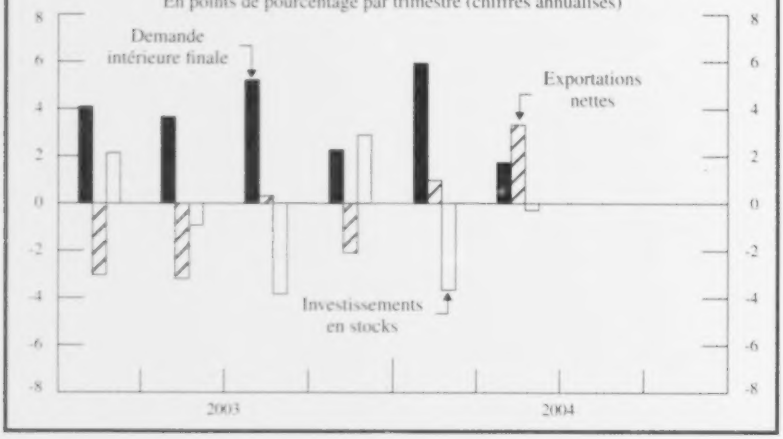


* Pays membres de l'OPEP excepté l'Iraq. La valeur indiquée pour l'année 2004 correspond au niveau enregistré en septembre.
Source : AIE

Graphique 5

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)

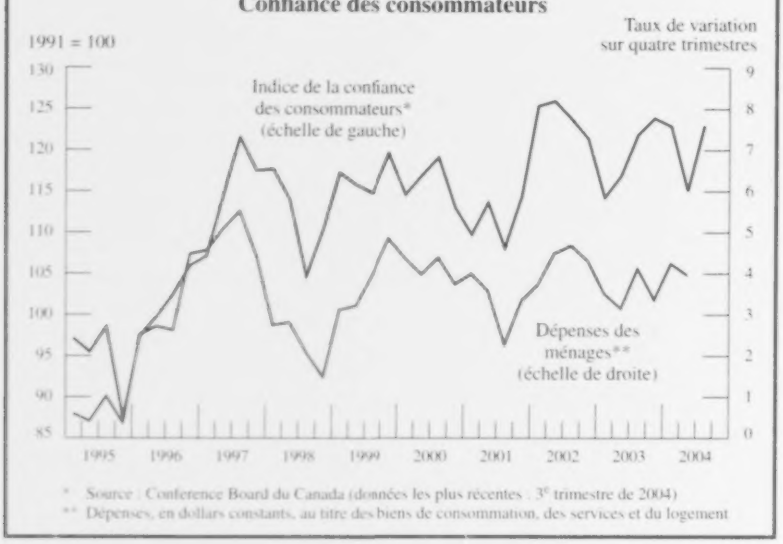


même si l'avance de ces dernières a été beaucoup plus modeste que celle des exportations. Comme les entreprises n'avaient sans doute pas prévu une telle augmentation des ventes, le niveau des stocks a aussi diminué.

L'expansion économique a ralenti aux États-Unis pour s'établir à 3,3 % (en chiffres annuels) au deuxième trimestre de 2004, contre 4,5 % au trimestre précédent, sous l'effet de l'accroissement moindre

Graphique 6

Confiance des consommateurs

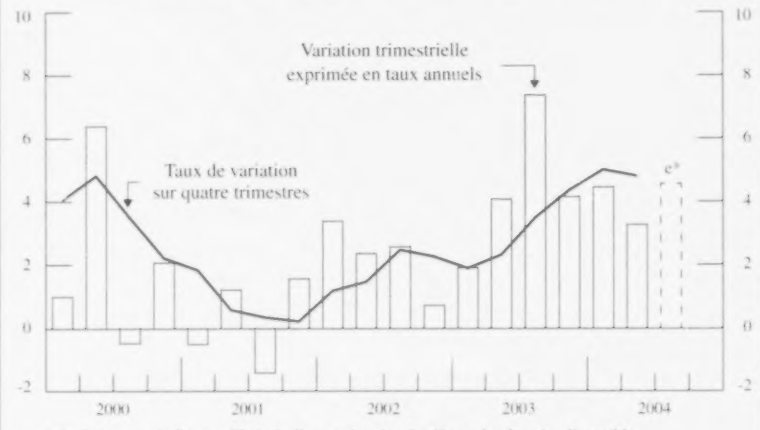


* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes : 3e trimestre de 2004)

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

Graphique 7

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

des dépenses de consommation. Celles-ci ont été freinées surtout par le renchérissement du pétrole, mais elles devraient se raffermir quelque peu au troisième trimestre[3]. Les données obtenues jusqu'à présent indiquent que le taux de croissance s'est hissé à environ 4,5 % au troisième trimestre (Graphique 7).

L'ajustement à la conjoncture internationale

Le raffermissement marqué de la demande mondiale de biens et de services canadiens a contrebalancé les effets de l'appréciation du huard...

Les producteurs canadiens continuent de s'adapter aux changements survenus au sein de l'économie mondiale, notamment à la reprise marquée de l'activité à l'échelle de la planète et au renchérissement des produits de base qui l'a accompagnée; à la montée en puissance de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et aux variations prononcées du dollar américain vis-à-vis de la majorité des autres grandes monnaies, dont le dollar canadien. En se répercutant sur la demande de biens et de services canadiens, ces facteurs entraînent un déplacement de l'activité, de l'emploi et des dépenses d'investissement entre les divers secteurs de l'économie et obligent de nombreuses entreprises à se livrer à des ajustements majeurs. Ainsi, beaucoup de celles appartenant à des secteurs très exposés à la concurrence internationale apportent des modifications substantielles à leurs opérations[4].

3. Les dépenses de consommation au troisième trimestre ont été soutenues par la vigueur étonnante des ventes d'automobiles, lesquelles ont été stimulées par les incitatifs financiers offerts par les concessionnaires.
4. Cela comprend les secteurs fortement axés sur l'exportation ou largement exposés à la concurrence des importations.

... et stimulé la production dans la plupart des secteurs fortement exposés à la concurrence étrangère.

Entre décembre 2003 et juillet 2004, la croissance de la production au Canada est demeurée robuste dans les industries dont l'ouverture au commerce mondial est faible. Au cours de la même période, cependant, la vigueur de la demande de biens et de services canadiens à l'échelle du globe a aussi donné lieu à une hausse considérable de la production dans un certain nombre de secteurs fortement exposés à la concurrence internationale (Note technique 2).

Les dépenses et les intentions d'investissement des entreprises ont également subi le contrecoup des grands changements économiques qui se sont produits dans le monde. En effet, depuis 2002, la croissance des investissements des entreprises a été concentrée dans des secteurs peu exposés à la concurrence internationale, ainsi que dans des industries productrices d'énergie et d'autres matières premières. Dans les autres secteurs fortement exposés aux échanges internationaux et donc aux variations du taux de change, les dépenses d'investissement ont toutefois diminué.

Selon la livraison d'automne du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises* produit par la Banque, le degré de confiance quant à l'évolution des ventes pour les douze prochains mois demeure presque aussi haut qu'à l'été, les entreprises de l'Ouest affichant à cet égard un optimisme beaucoup plus grand que celles du Centre et de l'Est du Canada. L'optimisme envers les investissements futurs est également resté assez élevé. Les entreprises de la plupart des secteurs comptent toujours accroître leurs dépenses d'investissement, le secteur manufacturier continuant d'être l'exception.

De façon plus générale, il semble que de nombreuses entreprises canadiennes soient encore en train de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. Bien entendu, étant donné l'incertitude qui continue d'entacher les perspectives quant à la demande internationale de biens et de services canadiens, à la trajectoire probable des prix mondiaux des produits de base énergétiques et non énergétiques ainsi qu'à la nature et à l'importance des changements futurs relatifs aux devises, il demeure difficile de déterminer avec précision l'ampleur et le moment des prochains ajustements qu'effectueront les entreprises canadiennes.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

L'économie canadienne avait regagné un niveau proche de son potentiel de production au deuxième trimestre de 2004.

Le taux d'expansion de l'activité au pays au premier semestre de 2004 a dépassé celui qui était projeté dans le *Rapport* d'avril. Ce dynamisme, conjugué à la légère révision à la hausse des données du PIB réel pour 2003[5], porte à croire que l'économie canadienne a regagné un niveau proche de son potentiel de production un peu plus rapidement qu'on ne s'y attendait dans le dernier *Rapport*.

5. Statistique Canada a révisé à la hausse le niveau estimé du taux de croissance réel pour l'année 2003, qui se situe maintenant à 2,0 %, en moyenne annuelle, contre 1,7 % initialement.

Note technique 2

L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : l'évolution sectorielle au Canada[1]

Depuis la fin de 2003, l'incidence de la reprise économique mondiale sur la demande de biens et de services canadiens est devenue beaucoup plus apparente. La forte relance des exportations au premier semestre de 2004 semble avoir trouvé son origine essentiellement dans l'expansion mondiale et la hausse des prix des produits de base qui l'a accompagnée. Les exportations ont aussi bénéficié d'une modification de la composition de l'activité à l'étranger en faveur de composantes auxquelles les exportations canadiennes sont particulièrement sensibles ainsi que de l'atténuation des effets de précédents chocs sectoriels négatifs[2]. Par conséquent, la croissance de la production des secteurs très ouverts au commerce international a vivement augmenté, en dépit de l'appréciation du dollar canadien, en particulier dans les industries de la fabrication de matériel non électrique, de produits chimiques et de produits en métal. La poursuite de la progression robuste de la demande intérieure finale au Canada au cours du premier semestre de cette année a également contribué à un nouvel essor de l'activité dans la plupart des secteurs peu ouverts à la concurrence internationale, spécialement dans les services de télécommunications et le commerce de détail.

Des fluctuations prononcées de la rentabilité parmi les secteurs ont été enregistrées au Canada depuis la fin de 2002. Bien que la rentabilité globale ait été élevée en 2003, le taux de rendement moyen des capitaux propres dans les secteurs très exposés au commerce international s'est détérioré de façon marquée entre les premier et troisième trimestres de 2003. Les entreprises des secteurs où les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux (et libellés en dollars américains) ont rapidement ressenti l'effet négatif de l'appréciation du dollar canadien sur leur rentabilité. Dès le milieu de 2004, cependant, les marges bénéficiaires dans la plupart de ces secteurs s'étaient considérablement redressées grâce à une hausse de la croissance de la production et à de substantielles augmentations des prix mondiaux des produits de base. L'accroissement de la rentabilité a été particulièrement notable dans l'industrie de l'automobile et des pièces détachées, dans celle de la chimie, des plastiques et du caoutchouc et dans la filière bois et papier.

En dépit de ces évolutions, comme de nombreuses entreprises des secteurs fortement exposés au commerce international avaient affiché une faible rentabilité durant la majeure partie de la période écoulée depuis 2001, elles ont continué de procéder à des ajustements après 2003. Ainsi, l'emploi a relativement peu changé dans le secteur de la fabrication depuis la fin de l'année dernière, malgré une hausse appréciable de la production. De la même façon, l'investissement a beaucoup diminué depuis 2002 dans de nombreuses industries très ouvertes à la concurrence internationale (à l'exception de celles produisant de l'énergie et d'autres matières premières).

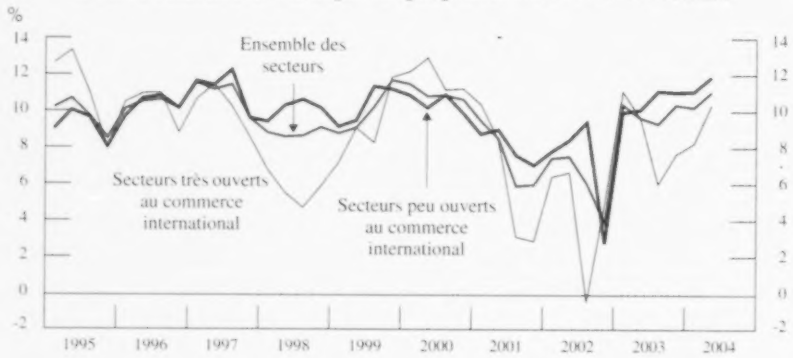
1. Le présent encadré constitue une mise à jour de la Note technique 2 du *Rapport* d'avril.
2. Pour obtenir des précisions, voir la Note technique 3.

PIB réel par secteur
Taux de variation

Secteur	De déc. 2002 à déc. 2003	De déc. 2003 à juill. 2004 (taux annuel)
Ensemble des entreprises	2,7	3,5
Secteurs très ouverts à la concurrence ou au commerce international	3,3	4,0
Dont :		
Combustibles minéraux	2,1	0,2
Produits de base non énergétiques et non agricoles	2,9	2,3
Autres secteurs très ouverts*	3,8	6,5
Secteurs peu ouverts au commerce international**	2,5	3,3

* Y compris la fabrication de certains biens ne reposant pas sur l'emploi de produits de base
** Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

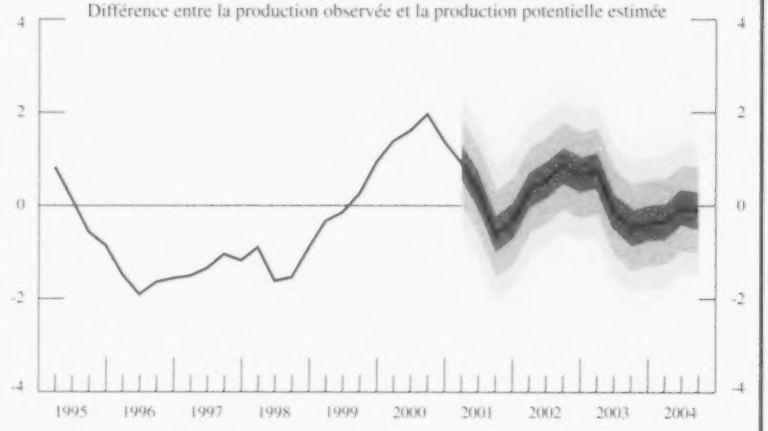
Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



Graphique 8

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

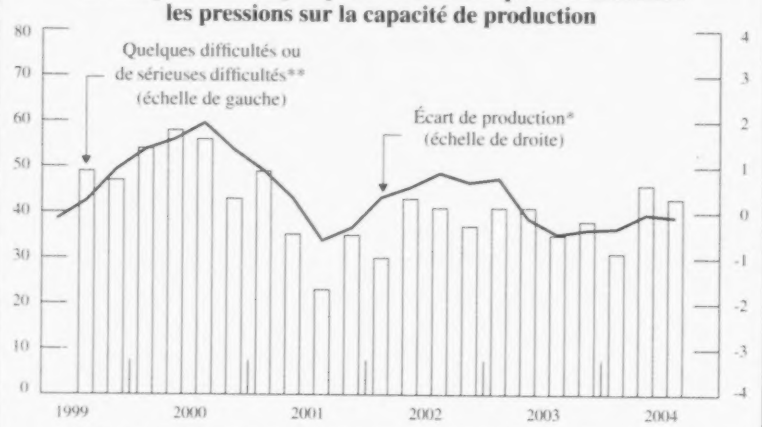
Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2004 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Selon les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement, l'économie tournait d'ailleurs tout près des limites de sa capacité dès le deuxième trimestre de cette année (Graphique 8). Bien que toute estimation de l'écart de production soit toujours entourée d'un large intervalle de confiance, la Banque estime que sa mesure habituelle lui permet d'évaluer de manière équilibrée le niveau auquel l'économie fonctionne par rapport à son potentiel. Son évaluation est confirmée par la proportion de firmes ayant signalé, lors de l'enquête réalisée par la Banque à l'automne, que des pressions se faisaient sentir sur leur capacité de production (Graphique 9).

Certains indicateurs donnent à penser que les pressions s'exerçant actuellement sur l'appareil de production sont plus importantes que la mesure usuelle de la Banque ne l'indique. Par exemple, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles a dépassé de beaucoup la moyenne de 2000-2003. En outre, le nombre de firmes touchées par des pénuries de main-d'œuvre a augmenté depuis l'enquête de l'été. Ces pénuries étaient généralisées dans les secteurs des ressources naturelles, du transport terrestre, des services aux entreprises et aux particuliers, de la fabrication et de la construction. Dans ce dernier cas, le manque de travailleurs est compatible avec les pressions sur la capacité qui sont très manifestes dans le marché de l'habitation depuis quelque temps.

Graphique 9

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2004 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Par contre, selon d'autres indicateurs, la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie serait plus importante que ne le laisse supposer la mesure de l'écart de production dont la Banque se sert habituellement. Ainsi, le nombre d'heures travaillées s'inscrit en deçà de son niveau tendanciel, et les hausses salariales restent modérées. De même, le ratio des commandes en carnet aux expéditions de biens manufacturés (mis à part les produits et pièces de l'aérospatiale) demeure assez bas également.

Les taux d'utilisation des capacités varient d'un secteur et d'une région à l'autre, et certains des écarts observés à ce chapitre pourraient bien s'accentuer dans l'avenir en raison du processus d'ajustement aux changements survenus de par le monde. Cependant, l'offre excédentaire dans l'ensemble de l'économie canadienne est faible actuellement.

La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Au deuxième trimestre de 2004, les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient légèrement plus élevés qu'un an plus tôt.

Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises étaient légèrement plus élevés au deuxième trimestre de 2004 qu'un an auparavant, et ce même si la productivité s'est peu améliorée au cours de la dernière année (Graphique 10). Cela s'explique par le fait que le revenu horaire du travail dans ce secteur a progressé d'à peine 1 % entre le deuxième trimestre de 2003 et celui de 2004. Cependant, le taux d'augmentation sous-jacent

Graphique 10

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres

* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents[6], semble se situer dans une fourchette allant de 2 1/4 à 3 1/4 % depuis le dernier trimestre de 2003 (Graphique 11)[7].

Les hausses supplémentaires substantielles (en glissement annuel) que les cours des produits de base exportés par le Canada ont enregistrées au premier semestre de 2004, à la faveur de la forte croissance de l'économie mondiale, ont largement contribué à l'accélération marquée du rythme d'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) entre le quatrième trimestre de 2003 et le deuxième trimestre de 2004 (Graphique 12). Toutefois, les cours des produits de base non énergétiques se sont inscrits quelque peu en baisse depuis le milieu de 2004 (Graphique 13). La

6. Les gains horaires moyens des employés permanents dans l'ensemble du pays semblent donner une meilleure indication du taux d'accroissement sous-jacent des salaires que la rémunération de la main-d'œuvre par heure-personne dans le secteur des entreprises, notamment parce qu'ils représentent une mesure beaucoup moins volatile. En outre, la seconde mesure a parfois fait l'objet de profondes révisions.

7. La diminution du salaire de base moyen, pour les contrats de travail négociés dans le secteur public au deuxième trimestre de 2004, est attribuable aux réductions salariales prévues dans une entente que le gouvernement de la Colombie-Britannique a conclue avec les travailleurs du secteur de la santé. La baisse du salaire de base moyen négocié dans le secteur privé en juillet 2004 résulte des ententes signées chez Air Canada, lesquelles prévoyaient des gels et certaines compressions de salaires.

Graphique 11

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

* Source : *Information population active* (données les plus récentes : septembre 2004)
** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes : août 2004)

révision à la hausse des prévisions concernant les récoltes aux États-Unis a contribué à faire fléchir les cours des céréales, tandis que le léger tassement de la demande a fait reculer les prix des produits forestiers. Par contre, les prix des métaux ont été fermes sous l'impulsion de la vigoureuse demande mondiale.

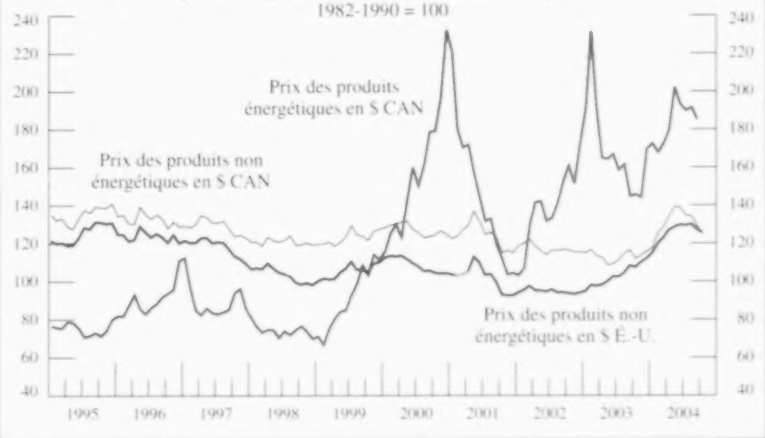
Graphique 12

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation sur douze mois

Graphique 13

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

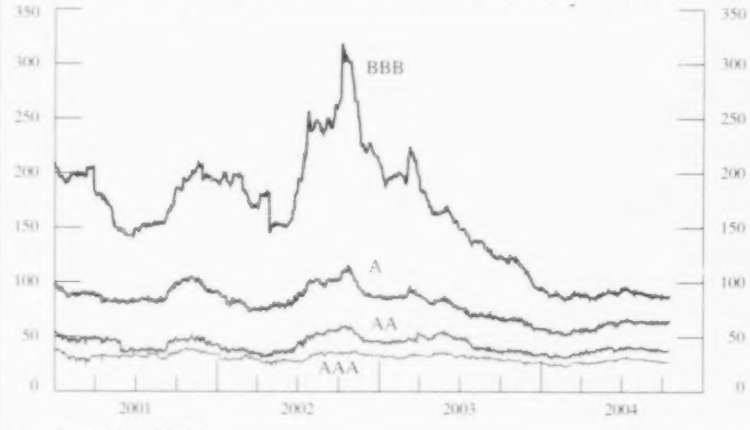
Les conditions financières ont été très favorables.

Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les conditions financières au Canada ont été très favorables. Les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci n'ont pas beaucoup varié et se sont maintenus en deçà de leurs moyennes historiques, les préoccupations au sujet des incidences d'une hausse possible des taux d'intérêt dans l'avenir ayant été atténuées par la vigueur des bénéfices (Graphique 14). Les marchés boursiers canadiens se sont raffermis depuis avril, et leurs niveaux restent bien supérieurs à ce qu'ils étaient il y a un an. La rentabilité élevée des banques canadiennes, combinée à la concurrence accrue que les institutions financières se livrent entre elles et que leur livrent aussi les marchés de capitaux en matière de prêts aux entreprises, a contribué à rendre les modalités du crédit bancaire plus faciles.

Graphique 14

Écart entre le rendement des obligations de sociétés et celui des obligations d'État au Canada

Pour toute la gamme des échéances, selon la cote de crédit; en points de base



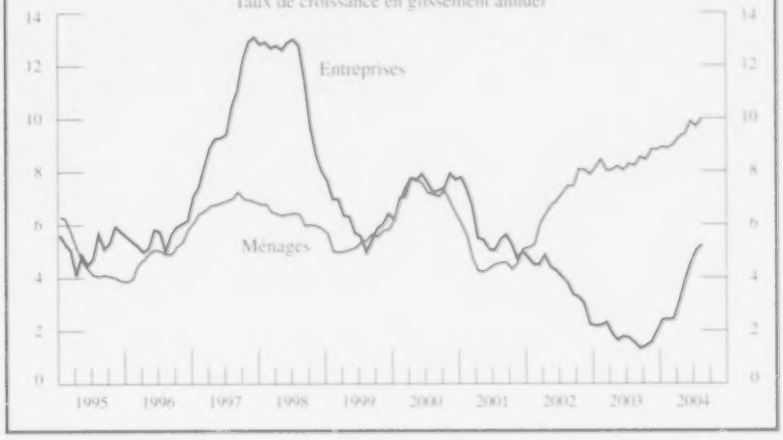
Source : Merrill Lynch

Les conditions financières favorables et l'assainissement constant des bilans des sociétés ont concouru au raffermissement de la croissance de l'ensemble du crédit aux entreprises, laquelle se rapproche de ses moyennes historiques (Graphique 15). Le crédit à court terme aux entreprises, principalement sous forme de prêts bancaires, a connu une progression très marquée ces derniers mois. Cet essor est attribuable à la réduction du coût des emprunts, à l'assouplissement des conditions de prêt et à un léger renforcement

Graphique 15

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



de la demande de crédit. Le crédit à long terme aux entreprises a continué de croître vigoureusement, à la faveur du rythme soutenu des émissions d'actions et d'obligations sur les marchés de capitaux. Toutefois, le gros des crédits supplémentaires accordés aux entreprises semble avoir servi au financement des opérations courantes de ces dernières plutôt qu'à une augmentation de leurs investissements.

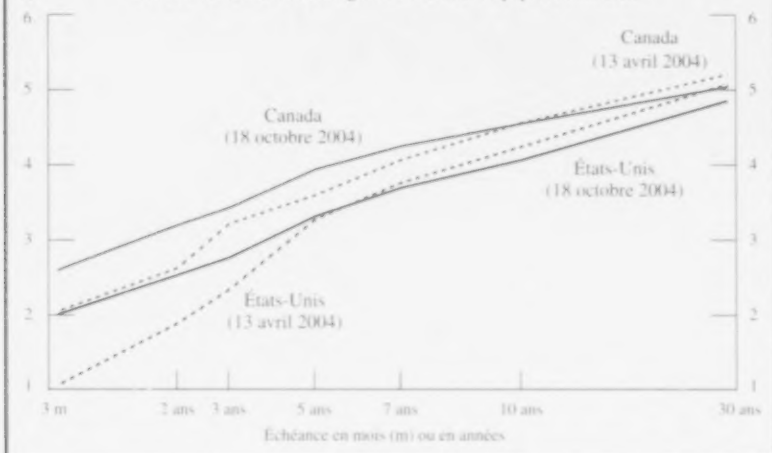
Le rythme d'accroissement du crédit aux ménages s'est accéléré, ce qui tient tant à l'évolution du crédit à la consommation qu'à celle du crédit hypothécaire à l'habitation. Cette accélération donne à penser que les bas taux d'intérêt et la croissance robuste des revenus continuent d'alimenter la consommation et les investissements dans le secteur du logement.

Les taux de rendement des obligations à court terme au Canada et aux États-Unis ont augmenté depuis la publication du *Rapport* d'avril, sous l'effet de la majoration des taux directeurs et de la perspective de nouveaux relèvements. Par contre, les taux de rendement des obligations à long terme ont décru légèrement (Graphique 16). En outre, les rendements obligataires sont généralement demeurés bien en deçà des sommets atteints en mai et en juin dernier. Leur ascension en début d'été tenait à la fois à ce qui était perçu comme le début de la phase de resserrement du cycle des taux d'intérêt aux États-Unis et à un regain d'optimisme à l'égard de la vigueur de la relance de l'activité dans ce pays et dans le monde. Mais, au cours de l'été, les craintes d'une baisse de régime de l'économie américaine, conjuguées à la flambée record des prix du pétrole et à l'effet modérateur qu'elle pourrait avoir

Graphique 16

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et du papier commercial



sur la consommation dans plusieurs pays, ont donné lieu à une chute marquée des taux de rendement par rapport à leurs niveaux antérieurs. Les écarts entre les rendements des obligations canadiennes et américaines se sont accentués dans l'ensemble depuis avril, en raison surtout de l'évolution des rendements aux États-Unis.

Même si le dollar canadien a également enregistré des fluctuations notables au cours de la période écoulée, il s'est dans l'ensemble apprécié depuis la parution du *Rapport* d'avril, gagnant un peu plus de 7 % par rapport à son pendant américain et aux devises composant l'indice C-5 (Graphique 17). À la mi-mai, quand les perspectives de croissance aux États-Unis semblaient le plus favorables, il avait chuté à environ 71,5 cents américains. Toutefois, le dollar canadien s'est réorienté à la hausse par la suite, à la faveur d'une expansion plus faible que prévu aux États-Unis, de la plus forte progression de l'activité au Canada et d'un nouveau renchérissement des produits de base. Il s'échange actuellement à près de 80 cents américains.

Graphique 17

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis

* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

L'économie mondiale devrait poursuivre son essor au cours des deux prochaines années, sous l'impulsion de l'expansion robuste en Asie et de taux de croissance légèrement supérieurs au rythme de progression de la production potentielle aux États-Unis et modérés en Europe et au Japon (Tableau 1). Son élan sera toutefois freiné par l'envolée récente des prix de l'or noir et par le relèvement des taux d'intérêt, à mesure que les économies où existe actuellement une offre excédentaire se rapprocheront des limites de leur capacité. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que la croissance mondiale ralentira, passant de 4 3/4 % environ en 2004 à quelque 4 % en 2005, avant de remonter aux alentours de 4 1/4 % en 2006.

Tableau 1
Projections relatives à la croissance mondiale[a]

	Part du PIB mondial réel[b] (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution à la croissance de l'économie mondiale (en points de pourcentage)[c]		
		2004	2005	2006
États-Unis	21	4,6 [0,97]	3,7 [0,78]	4,1 [0,86]
Union européenne	20	2,1 [0,42]	1,9 [0,38]	2,6 [0,52]
Japon	7	4,1 [0,29]	1,5 [0,11]	2,1 [0,15]
Chine et ENI d'Asie[d]	16	8,2 [1,31]	7,1 [1,14]	6,5 [1,04]
Autres	36	4,6 [1,66]	4,1 [1,48]	4,8 [1,73]
Ensemble du monde	100	4,7	3,9	4,3

a. Source : Banque du Canada
b. La part de chaque pays pour 2002 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2003.
c. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.
d. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Un certain nombre d'inconnues planent sur ces perspectives favorables, particulièrement au-delà du premier semestre de 2005. Le moment et l'ampleur du redressement budgétaire dans la plupart des grandes économies sont, pour l'heure, indéterminés. Plus globalement, il est difficile de prédire comment les déséquilibres

de la balance courante seront corrigés, notamment aux États-Unis et en Asie orientale. Par ailleurs, la situation géopolitique reste préoccupante.

La Banque s'attend à ce que l'économie américaine progresse un peu plus rapidement que son potentiel de production pendant les dix prochains trimestres. Le principal moteur de cette croissance devrait être la vigueur des investissements des entreprises. Après plusieurs années de sous-investissement, celles-ci devraient en effet profiter des conditions financières très favorables pour rattraper leur retard. Les gains de productivité provenant d'investissements déjà réalisés et à venir permettront vraisemblablement, avec l'approfondissement du capital, de maintenir le taux d'accroissement de la production potentielle autour de 3 1/2 %. La dépréciation passée du dollar É.-U. devrait insuffler un élan aux exportations nettes, tandis que la dernière flambée des prix du pétrole, alliée à une réduction du degré de détente monétaire et à un assainissement présumé des finances publiques, freinera les dépenses des ménages. L'écart de production, évalué à 1 % au troisième trimestre de 2004, est appelé à s'amenuiser encore durant 2006.

En Europe, la reprise, quoique inégale, est maintenant un peu mieux ancrée. L'expansion économique marquée de certains pays comme le Royaume-Uni contraste avec les perspectives moins favorables en Allemagne et en Italie. Au Japon, la relance de l'activité devrait se poursuivre, mais à une cadence moins vive qu'à la fin de 2003 et au début de 2004. Les marchés émergents d'Asie devraient continuer d'alimenter la croissance mondiale, à condition que la Chine parvienne à ramener son économie sur une trajectoire d'expansion plus viable.

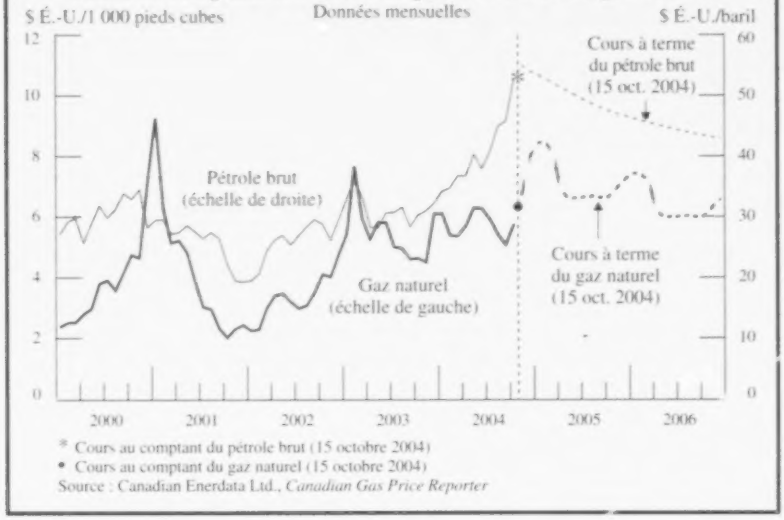
Certains risques, aussi bien à la baisse qu'à la hausse, pèsent sur les perspectives pour 2005. D'une part, l'économie américaine pourrait ralentir davantage qu'on ne s'y attend et l'atterrissage de l'économie chinoise pourrait être plus brutal que prévu. D'autre part, le rythme d'augmentation des investissements et de reconstitution des stocks aux États-Unis pourrait être supérieur aux projections, et l'activité économique en Chine pourrait ne pas décélérer autant qu'on l'anticipe.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement élevés pendant les deux prochaines années compte tenu de l'essor de l'économie mondiale, mais ils pourraient reculer à mesure que de nouvelles sources d'approvisionnement apparaissent. On pense que le cours du baril de brut se maintiendra au-dessus de 50 dollars É.-U. durant le premier semestre de 2005 et redescendra à environ 43 dollars É. U. d'ici le second semestre de 2006. Les prix du gaz naturel, qui

grimperont vraisemblablement à l'approche de l'hiver, se maintiendront sans doute à des niveaux assez hauts jusqu'à la fin de 2006. Ces hypothèses cadrent avec les attentes actuelles du marché intégrées aux prix des contrats à terme (Graphique 18). Les cours pétroliers que prévoit la Banque dans son scénario de référence sont nettement supérieurs à ceux évoqués dans le *Rapport* d'avril et la *Mise à jour* de juillet.

Graphique 18

Cours au comptant et à terme du pétrole brut et du gaz naturel



* Cours au comptant du pétrole brut (15 octobre 2004)
• Cours au comptant du gaz naturel (15 octobre 2004)
Source : Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

La demande et l'offre globales au Canada

On s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à l'expansion de l'économie canadienne jusqu'en 2006.

On s'attend à ce que la poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale contribue de façon importante à une expansion de l'économie canadienne jusqu'à la fin de 2006 (Tableau 2). Les investissements des entreprises devraient s'accroître encore sous l'effet de la vive accélération de l'activité économique à l'échelle mondiale et du renchérissement des produits de base qui en a résulté, des conditions financières très favorables ainsi que des réductions des prix des machines et du matériel importés. La progression vigoureuse des dépenses de consommation sera alimentée, prévoit-on, par de nouveaux gains au chapitre des revenus réels. Les investissements dans le secteur du logement devraient se stabiliser aux niveaux élevés où ils s'établissent actuellement, à mesure que l'offre rattrape la demande. D'après les projections, les dépenses de tous les ordres de gouvernement augmenteront à peu près au même rythme que les recettes, les administrations publiques s'efforçant de maintenir l'équilibre budgétaire.

Note technique 3

La dynamique des exportations et des importations

Au cours des dernières années, les fluctuations considérables des variables macroéconomiques, les perturbations importantes subies par les flux commerciaux à la suite de chocs inhabituels, ainsi que la volatilité élevée des données sur le commerce et les révisions substantielles apportées à ces dernières ont rendu difficile l'interprétation des mouvements des exportations et des importations. Néanmoins, l'analyse des données récentes relatives au commerce et à l'évolution macroéconomique, à l'aide de modèles à correction d'erreurs portant sur les exportations et les importations, permet de croire que les échanges internationaux se sont ajustés de la manière décrite ci-après.

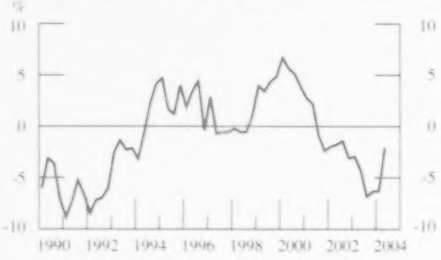
Les exportations se sont vivement redressées au cours des derniers trimestres, après une période de baisse tendancielle au terme de laquelle elles se situaient à un niveau bien inférieur à leurs valeurs « fondamentales » de long terme (celles-ci ont été calculées au moyen d'un modèle économétrique faisant intervenir les niveaux observés de la production étrangère, les prix relatifs des exportations et le degré d'ouverture mondiale au commerce mesuré par le ratio des exportations au PIB des pays de l'OCDE). L'écart constaté est apparemment attribuable au moins en partie à l'accroissement de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie mondiale et à un certain nombre de facteurs défavorables propres à des secteurs précis[1]. La relance des exportations enregistrée dernièrement semble avoir résulté principalement de l'essor de l'économie mondiale et du renchérissement des produits de base qui l'a accompagné. Les exportations ont sans doute aussi été stimulées par un changement de la composition de l'activité à l'étranger en faveur de composantes auxquelles les exportations canadiennes sont particulièrement sensibles[2], par l'atténuation des effets de précédents chocs sectoriels négatifs et, dans une moindre mesure, par la diminution, au cours de la dernière année, des coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur manufacturier par rapport aux prix à l'exportation des produits finaux. Les exportations se sont donc rapprochées, au deuxième trimestre de cette année, de leur valeur de long terme estimée.

En 2003 et 2004, les importations ont augmenté comparativement à une mesure des activités à forte intensité d'importations. Mais en même temps, elles sont tombées encore davantage en deçà des valeurs données par un modèle économétrique combinant les niveaux observés des activités à forte intensité d'importations, des prix relatifs des importations et de l'ouverture mondiale au commerce. Un examen des données désagrégées laisse croire que cet écart tient pour une grande part aux importations de machines et de matériel, et, dans une mesure restreinte à cet égard, aux efforts déployés pour réduire des stocks jugés excessifs par rapport aux ventes dans les industries ayant une forte propension à importer des pièces et des composantes d'équipement. Étant donné l'incertitude qui entoure les paramètres estimés du modèle relatif aux importations, il est possible d'obtenir une fourchette de valeurs probables en ce qui concerne l'écart lié aux importations. Il convient donc d'interpréter avec prudence les estimations ci-après, qui font état d'un écart considérable.

1. Pour un examen de ces chocs, voir le texte intitulé « Les tendances récentes du volume des exportations », publié à la Note technique 1 de la livraison d'avril 2004 du *Rapport sur la politique monétaire*.
2. Par exemple, une mesure pondérant les indices de la production industrielle américaine et de différentes composantes du PIB des États-Unis en fonction des proportions — dans l'ensemble des exportations canadiennes — des catégories d'exportations auxquelles ces composantes se rapportent affiche une croissance beaucoup plus forte que celle du PIB américain depuis le troisième trimestre de 2003.

Bien qu'il demeure très difficile de prévoir avec confiance l'évolution future des ajustements touchant au commerce extérieur, il semble probable que les exportations nettes apporteront une contribution négative à la croissance à court terme, du fait que les exportations ralentiront davantage que les importations. Les exportations pourraient moins bénéficier des facteurs qui ont récemment neutralisé les effets de l'appréciation du taux de change, tandis que les importations pourraient tendre à regagner le terrain perdu et à remonter vers des niveaux plus élevés correspondant aux valeurs « fondamentales » de long terme.

Écart des exportations par rapport aux valeurs fondamentales de long terme estimées



Données les plus récentes : 2e trimestre 2004

Écart des importations par rapport aux valeurs fondamentales de long terme estimées

Données les plus récentes : 2e trimestre 2004

Valeurs de long terme estimées des élasticités

	Exportations[1]	Importations[1]
Activité (à l'étranger ou intérieure)[2]	1,0[3]	1,0[3]
Prix relatifs (des exportations ou des importations)	-0,4	-0,9
Intensité des exportations dans les pays de l'OCDE	0,6	0,4

1. Modèle estimé entre les premiers trimestres de 1973 et de 2004
2. Activité à l'étranger : indices du PIB des pays du G6 pondérés en fonction des échanges commerciaux avec le Canada. Activité intérieure : PIB canadien, moins les dépenses publiques et la divergence statistique, plus les importations.
3. Élasticité imposée, qui n'est pas statistiquement différente de l'élasticité sans contraintes estimée

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel en points de pourcentage*

	2004	2005	2006
Consommation	1,8 (1,8)	1,7 (1,8)	1,7
Logement	0,4 (0,5)	0 (0)	0
Administrations publiques	0,6 (0,5)	0,7 (0,7)	0,8
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,7)	0,8 (0,9)	0,9
Total partiel : demande intérieure finale	*3,4 (3,5)*	*3,2 (3,4)*	*3,4*
Exportations	3,0 (2,3)	2,0 (1,6)	1,7
Importations	-2,8 (-2,4)	-2,5 (-1,9)	-1,9
Total partiel : exportations nettes	*0,2 (-0,1)*	*-0,5 (-0,3)*	*-0,2*
Stocks	-0,7 (-0,7)	0,2 (0,4)	0
PIB	2,9 (2,7)	2,9 (3,5)	3,2

* Les chiffres entre parenthèses correspondent aux estimations utilisées dans la *Mise à jour* de juillet.

La poursuite de l'expansion économique mondiale se traduira vraisemblablement par une nouvelle avance des exportations canadiennes, mais celle-ci devrait être plus que contrebalancée par un essor des importations. On estime que l'appréciation passée du dollar canadien continuera de limiter la croissance des exportations canadiennes et stimulera plutôt celle des importations tout au long de 2005.

Néanmoins, il demeure difficile d'analyser l'évolution du volume des échanges extérieurs du Canada à partir de leurs déterminants fondamentaux (Note technique 3). Au milieu de 2003, les niveaux des exportations aussi bien que des importations se situaient bien en deçà de ce que les relations habituellement observées entre ceux-ci, d'une part, et le revenu réel et les prix relatifs, d'autre part, auraient pu laisser penser. Depuis, les exportations sont remontées près de leur niveau estimé à long terme, tandis que les importations sont restées bien en dessous. Cette évolution inusitée, conjuguée aux révisions substantielles et continues qui sont apportées aux données du commerce, rend particulièrement incertaines les projections quant à la contribution future des exportations nettes à l'expansion du PIB. De façon plus générale, compte tenu des diverses forces à l'œuvre au sein de l'économie mondiale, certains risques pèsent sur les prévisions de la Banque concernant les importations, les exportations et les investissements des entreprises.

Les cours plus élevés que prévu du pétrole (actuels et à venir) devraient tendre, toutes choses égales par ailleurs, à réduire la

demande d'exportations canadiennes, à accroître les coûts de production des entreprises canadiennes et à freiner les dépenses des ménages. Au fil du temps, cette majoration des prix devrait aussi entraîner une hausse des dépenses en capital et de la production chez les entreprises productrices d'énergie. Compte tenu du temps qu'il faut pour obtenir les approbations réglementaires nécessaires au lancement de grands projets et des vives tensions régnant sur les marchés des intrants, en raison notamment de pénuries de main-d'œuvre qualifiée, on s'attend à ce que l'ascension des cours de l'or noir n'ait qu'une incidence limitée à court terme sur les dépenses en capital des entreprises productrices d'énergie. Il est probable, par conséquent, que la montée des prix de l'énergie aura un léger effet négatif sur le PIB canadien dans un avenir rapproché, avant que l'effet positif se fasse sentir de façon plus prononcée sur les dépenses d'investissement et la production d'énergie.

Le taux de croissance devrait demeurer proche de 3 % jusqu'à la fin de 2006...

Dans son scénario de référence pour le Canada, la Banque prévoit que le PIB réel s'accroîtra à un rythme annualisé moyen de quelque 3 % (soit le taux de croissance estimé de la production potentielle) pendant la période allant du second semestre de 2004 à la fin de 2006. Étant donné l'incidence de la hausse des prix du pétrole (dont un ralentissement possible de l'économie américaine) et l'effet modérateur que l'appréciation passée du dollar canadien devrait continuer d'exercer sur les exportations nettes, le taux de croissance devrait être un peu inférieur à 3 % en 2005 et légèrement supérieur à ce chiffre en 2006. Le rythme d'expansion devrait donc s'établir, en moyenne annuelle, à un peu moins de 3 % en 2004 et en 2005 et à quelque 3 1/4 % en 2006.

Les prévisions concernant la croissance en 2004 ont été révisées légèrement à la hausse par rapport aux chiffres avancés dans le *Rapport* d'avril et dans la *Mise à jour* de juillet, tandis que celles relatives à l'année 2005 ont été revues à la baisse. Le taux de croissance escompté pour 2005 est également inférieur aux derniers pronostics de Consensus Economics.

... et l'économie devrait continuer de tourner près des limites de sa capacité.

Une offre excédentaire modeste pourrait ainsi réapparaître dans l'économie canadienne en 2005, pour ensuite se résorber au plus tard au milieu de 2006. Le scénario de référence de la Banque suppose que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires au fil du temps, pour permettre à l'économie de tourner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Les mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme ont augmenté, mais un grand nombre d'indicateurs du taux anticipé à long terme demeurent proches de 2 %.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme que la Banque surveille ont légèrement augmenté depuis la mi-avril, mais un grand nombre des principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'automne révèlent que 72 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix s'accroisse au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins. Ce pourcentage est inférieur à celui obtenu il y a neuf mois. En outre, bien que, selon la livraison d'automne du bulletin *Enquête sur les perspectives des entreprises*, tout près de 90 % des firmes sondées par la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années, 54 % des répondants croient que l'inflation se situera dans la moitié supérieure de la fourchette. Par contre, le rythme d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 et 2005 s'établit à environ 2 %. Leurs pronostics pour 2006 et au-delà continuent aussi de frôler les 2 %.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

La dernière envolée des cours mondiaux de l'énergie risque davantage de se répercuter sur les prix des services et des produits non énergétiques. Si l'on se fie au passé récent, ces retombées devraient être d'ampleur assez faible et étalées sur une période d'environ deux ans. En raison de la persistance attendue de la hausse de ces prix, toutefois, il se pourrait qu'elles soient plus fortes que ne le donne à penser l'expérience récente.

Par ailleurs, l'appréciation qu'a connue le dollar canadien depuis le début de 2003 devrait continuer de tirer légèrement vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Le salaire horaire moyen des employés permanents progressera vraisemblablement à une cadence un peu plus rapide d'ici 2006. Parallèlement, le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait donc augmenter, mais il ne devrait pas dépasser 2 % au cours de la période de projection compte tenu de l'accélération attendue de la productivité du travail.

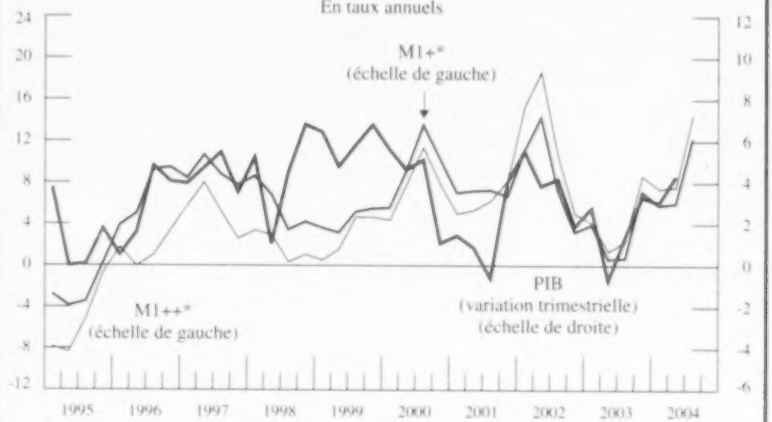
L'incidence de l'expansion monétaire

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, s'est encore raffermi depuis la parution du *Rapport* d'avril. En dépit d'un certain ralentissement en juillet et en août, il demeure vigoureux en glissement annuel. Cet essor cadre en gros avec l'environnement de faibles taux d'intérêt et présage une forte croissance de la production dans les trimestres à venir (Graphique 19).

Graphique 19

Croissance du PIB, de M1+ et de M1++ en termes réels

En taux annuels



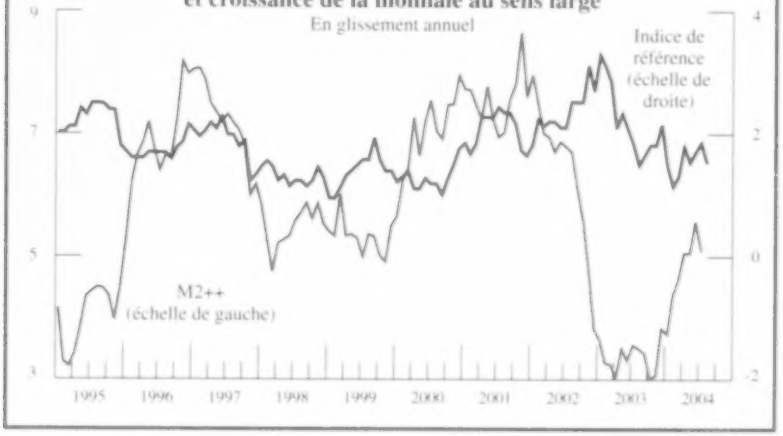
* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1+ ou de M1++ (corrigé par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Depuis avril, le taux d'augmentation de la monnaie au sens large, M2++, a continué de se redresser par rapport aux bas niveaux où il se situait en 2003. Sa remontée tient à l'accélération de la progression des agrégats monétaires au sens étroit et, dans une moindre mesure, à celle des fonds communs de placement autres que ceux du marché monétaire. La croissance plus vive de M2++ laisse entrevoir une diminution du risque de pressions désinflationnistes (Graphique 20).

Graphique 20

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



Les prévisions relatives à l'inflation

La présence de capacités excédentaires observée au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de 2003 et les premiers mois de 2004 devrait maintenir au cours des prochains trimestres l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà du taux attendu à long terme. La Banque s'attend aussi à ce que l'appréciation passée du dollar canadien exerce de faibles pressions à la baisse sur cette mesure de l'inflation durant toute l'année 2005.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer à environ 1,5 % jusqu'à la fin de 2004...

La hausse en glissement annuel de l'indice de référence devrait demeurer aux alentours de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Ce chiffre tient compte d'augmentations mensuelles de l'indice de référence désaisonnalisé plus élevées que celles enregistrées au cours des huit premiers mois de 2004, car on prévoit une réduction des rabais récemment accordés, par exemple, sur les vêtements et les services non liés au logement ainsi que des majorations annuelles des frais de scolarité et des impôts fonciers. Étant donné la volatilité que le taux d'accroissement de l'indice de référence a affichée depuis le début de l'année, le suivi de l'évolution à court terme de cette mesure de l'inflation est entaché d'un peu plus d'incertitude qu'en temps normal.

... puis se hisser au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2005.

Comme l'économie tournera presque à plein régime durant la période de projection, que les effets des autres facteurs sont susceptibles de s'annuler mutuellement et que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, la Banque estime que l'inflation mesurée par l'indice de référence se hissera au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2005 et se maintiendra à ce niveau tout au long de 2006 (Tableau 3).

Tableau 3
Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres*

	2004		2005			2006	
	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	**1,6** *(1,7)*	**1,5** *(1,6)*	**1,7** *(1,8)*	**1,8** *(1,8)*	**1,9** *(1,9)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0**
IPC global	**2,0** *(2,2)*	**2,8** *(2,2)*	**3,1** *(1,8)*	**3,0** *(1,8)*	**1,9** *(1,6)*	**1,5** *(1,7)*	**1,7**
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril)							
WTI (niveau)	**44** *(38)*	**54** *(38)*	**53** *(36)*	**51** *(36)*	**48** *(35)*	**45** *(33)*	**43**

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en juillet.

Le comportement des cours du pétrole brut continuera d'avoir une incidence cruciale sur les perspectives d'augmentation sur douze mois de l'IPC global (Graphique 18). Si le prix du baril de pétrole brut demeure au-dessus de 50 dollars É.-U. jusqu'au milieu de 2005, le rythme de progression de l'IPC global pourrait bien monter à la limite supérieure de la fourchette cible et s'y maintenir jusqu'au milieu de l'an prochain. Si l'on prend pour hypothèse que le cours du West Texas Intermediate descendra sous la barre des 50 dollars É.-U. le baril dans la deuxième moitié de 2005 et diminuera encore pour s'établir à 43 dollars É.-U. le baril d'ici le second semestre de 2006, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait tomber bien en deçà de celui de l'indice de référence au courant du deuxième semestre de 2005 et rester inférieur à ce dernier tout au long de 2006.

Le rythme de progression de l'IPC global pourrait monter bien au-dessus de celui de l'indice de référence et rester supérieur à celui-ci jusqu'au milieu de 2005.

Bibliographie

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

_____ (2004). *Enquête sur les perspectives des entreprises* (automne).

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2004). *Index of Business Confidence* (automne).

_____ (2004). *Index of Consumer Attitudes* (septembre).

Consensus Economics Inc. (2004). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
site Web : http://www.banqueducanada.ca

Annexe

La tenue de l'inflation depuis mai 2001

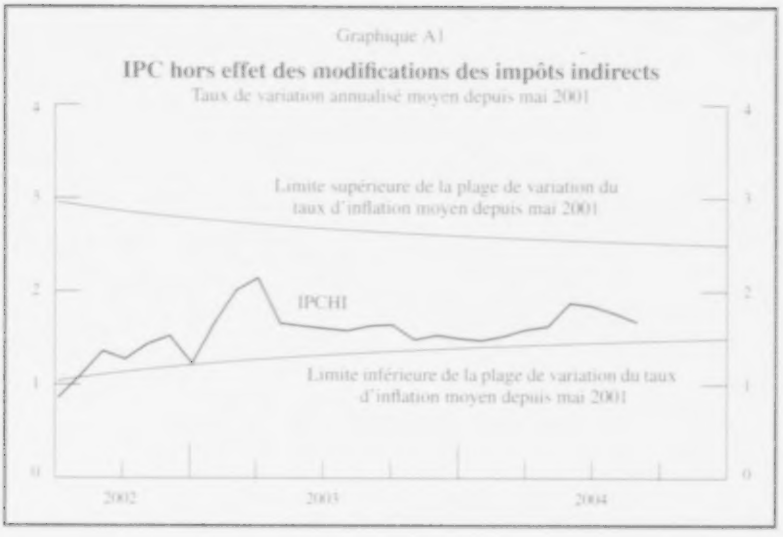
En mai 2001, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont annoncé la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2006. La Banque a alors indiqué qu'elle comptait améliorer la mise en œuvre du cadre de réalisation de la cible en vue d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme. Nous examinons ici la tenue affichée par l'inflation depuis mai 2001 en vue d'évaluer dans quelle mesure la Banque a respecté cet engagement.

L'engagement que la Banque a pris de maintenir l'inflation à 2 %, le point médian visé, implique que l'on devrait pouvoir s'attendre à ce que le taux d'inflation se situe en moyenne à 2 % en longue période. De fait, le taux d'augmentation annualisé de l'IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)[1] s'est établi en moyenne à 1,7 % depuis mai 2001 (Graphique A1).

Graphique A1

IPC hors effet des modifications des impôts indirects

Taux de variation annualisé moyen depuis mai 2001



Comme la politique monétaire cherche systématiquement à ramener l'inflation à 2 % à un horizon de six à huit trimestres, les taux d'inflation calculés sur douze mois devraient tomber pour la plupart à l'intérieur d'une plage de ± 1 point de pourcentage

1. Nous nous concentrons sur cette mesure du fait que les interventions de la Banque ne visent pas à compenser les effets de première vague des modifications des impôts indirects. Il convient de noter qu'en raison de la majoration des taxes sur les produits du tabac, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global a été de 1,9 % durant la période en question.

autour de la valeur visée. Par conséquent, la plage de variation représentée au Graphique A1 pour le mois de mai 2002 a 2 % pour point médian et ses limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de cette valeur. Toutefois, l'amplitude de la plage renfermant la même fréquence de résultats diminuerait à mesure que s'allonge la période de calcul du taux d'inflation moyen s'il n'y a pas de corrélation entre les taux d'inflation calculés sur des périodes de douze mois qui ne se chevauchent pas (en d'autres termes, si les écarts par rapport à la cible sont véritablement aléatoires). La réduction de cette amplitude au fil du temps est illustrée au Graphique A1. Crawford (2001) analyse la question plus en détail.

Il existe d'autres façons d'évaluer la prévisibilité de l'inflation à des horizons supérieurs à un an. Par exemple, le taux d'augmentation annualisé de l'IPCHI calculé sur deux ans s'est situé à 1 point de pourcentage ou moins de la cible 95 fois sur 100 depuis mai 2001 (Tableau A1). Il s'est également établi plus près du point médian durant cette période qu'il ne l'a fait au cours de la période précédente (soit de décembre 1996 à avril 2001). Aussi les taux de variation annuels moyens de l'IPCHI mesurés à partir de décembre 1994 sont-ils restés très voisins de 2 % pendant la majeure partie de la période comprise entre mai 2001 et août 2004 (Graphique A2)[2]. De même, les mesures de l'inflation attendue à l'horizon de deux ans sont demeurées tout près du point médian.

Tableau A1
Inflation annualisée calculée sur deux ans
IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)

	Pourcentage des cas où l'inflation est restée à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian		
	Limites de la plage		
	± 0,7 %	± 0,8 %	± 1,0 %
De décembre 1996 à avril 2001	62	81	91
De mai 2001 à août 2004	90	95	95
De mai 2002 à août 2004	96	100	100

La politique monétaire ne peut maintenir l'inflation exactement à 2 % mois après mois. Différents facteurs, comme des modifications inattendues de la demande et de l'offre globales et de fortes variations des prix de composantes volatiles de l'IPC,

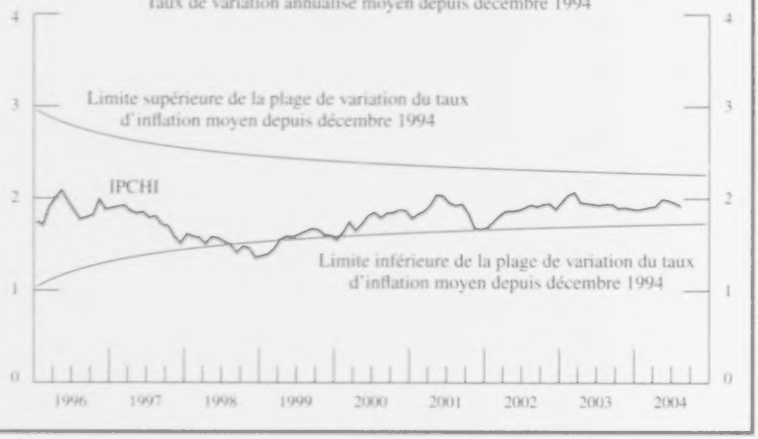
2. Décembre 1995 est le premier mois où la fourchette visée par la Banque pour le taux d'inflation sur douze mois était centrée sur un point médian de 2 %.

comme l'énergie, peuvent porter le taux d'inflation au-dessus ou en dessous du point médian de la fourchette visée. Néanmoins, si la politique monétaire cherche systématiquement à orienter l'inflation vers ce point, les résultats observés devraient s'inscrire la plupart du temps à l'intérieur de la fourchette cible. Et, de fait, le taux de variation sur douze mois de l'IPCHI s'est situé dans la fourchette un peu moins de 70 fois sur 100 au cours de la période étudiée, ce qui est très proche des résultats obtenus pour la période allant de décembre 1995 à avril 2001 (Tableau A2). De plus, les cas où le taux d'inflation sur douze mois est sorti de la fourchette entre mai 2001 et août 2004 étaient dus pour la plupart à des variations temporaires des prix des composantes volatiles de l'IPCHI, comme en témoigne le fait que le taux d'augmentation de l'indice de référence s'est établi à 1 point de pourcentage ou moins du point médian presque aussi souvent qu'au cours de la période précédente (Tableau A3)[3]. Par suite des fluctuations exceptionnellement fortes qu'ont enregistrées les prix des produits énergétiques depuis mai 2001, le taux d'augmentation de l'IPCHI sur douze mois s'est en effet inscrit un peu plus fréquemment, bien que de manière temporaire, en dehors de la fourchette cible qu'il ne l'avait fait entre décembre 1995 et avril 2001.

Graphique A2

IPC hors effet des modifications des impôts indirects

Taux de variation annualisé moyen depuis décembre 1994



3. Il en a été ainsi parce que la majoration substantielle des primes d'assurance observée entre la fin de 2001 et le début de 2003 a fait passer temporairement le taux d'accroissement de l'indice de référence au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible à la fin de 2002 et au début de 2003.

Tableau A2
Pourcentage des cas où l'inflation sur douze mois est restée à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian
IPC hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI)

	Limites de la plage		
	± 1 %	± 1,2 %	± 1,5 %
De décembre 1995 à avril 2001	74	85	100
De mai 2001 à août 2004	68	70	83

Tableau A3
Pourcentage des cas où le taux d'augmentation de l'indice de référence est resté à l'intérieur des limites précisées, définies par rapport au point médian

	Limites de la plage		
	± 0,7 %	± 0,8 %	± 1,0 %
De décembre 1995 à avril 2001	69	85	97
De mai 2001 à août 2004	88	88	93

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– October 2004 –

Summary

Overview

The Canadian economy continues to adjust to major global developments. These include a marked recovery in world economic growth and an associated increase in commodity prices; the growing global presence of major emerging-market economies, such as China and India; and a realignment of world currencies, including the Canadian dollar. Canadian monetary policy is facilitating the adjustment by aiming to keep inflation at its 2 per cent target and the economy operating near its production capacity.

Early in the year, with core inflation below target and excess supply in the economy, the Bank lowered its target for the overnight interest rate to 2 per cent to support growth in domestic demand. Given the appreciation of the Canadian dollar in 2003, the Bank did not expect net exports (the difference between exports and imports) to make a material contribution to growth in aggregate demand in 2004 and 2005. But, in fact, in the first half of this year, exports grew much more vigorously than anticipated. As a result, the Canadian economy has moved up near its production capacity sooner than was projected in either the April *Monetary Policy Report* or the July *Update*.

Recent developments have reinforced the continuing need for economic adjustments in Canada. Largely reflecting the strength of global demand, world oil prices have risen well above the Bank's earlier assumptions. The prices of non-energy commodities are at high levels, and the Canadian dollar has strengthened further, which places additional pressure on some sectors that are highly exposed to international trade.

Highlights

- **The Canadian economy has moved up near its production capacity sooner than was projected.**
- **The Canadian economy is projected to remain near its production capacity through to the end of 2006—growing by slightly less than 3 per cent in 2005 and by slightly more than 3 per cent in 2006.**
- **Core inflation is projected to move up to 2 per cent by the end of 2005.**
- **This base-case projection assumes further reduction of monetary stimulus over time to keep the economy near its production capacity and achieve the inflation target.**
- **There are significant risks and uncertainties around this base case related to the adjustment to global developments.**

Over the period to the end of 2006, the Bank's base-case projection is for aggregate demand for Canadian goods and services to expand, on average, at about the same rate as potential output, which is estimated at 3 per cent. Given the effects of higher oil prices and the past appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects growth to be slightly less than 3 per cent in 2005 and slightly more than 3 per cent in 2006.

With the economy expected to remain near its production capacity throughout the projection period, core inflation is projected to move back up to 2 per cent by the end of 2005.

Against this background, the Bank moved to reduce the amount of monetary stimulus in the economy by raising its target for the overnight rate to 2.25 per cent on 8 September and to 2.50 per cent on 19 October. Further reduction of monetary stimulus will be required over time to keep inflation on target, with the pace of interest rate increases depending on the Bank's continuing assessment of the prospects for factors that affect pressures on capacity and, hence, inflation.

The outlook for Canadian exports and imports is of particular significance in this respect, given the uncertainty associated with the ongoing adjustments to changes in the global economy, including changes in commodity prices and exchange rates. The risks surrounding global economic prospects relate primarily to the evolution of oil prices, the pace of expansion in China, the way in which current account imbalances in the United States and East Asia will be resolved, and geopolitical developments.

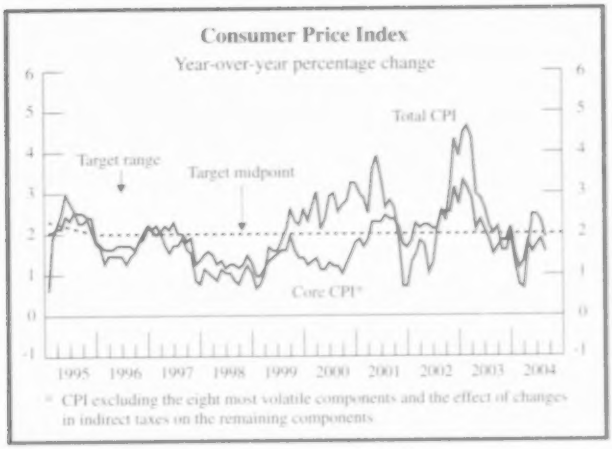
Recent Developments

Canada's real GDP grew at an annual rate of 3.7 per cent in the first half of 2004. This was stronger than projected in the April *Report*. A key component of this growth was a surge in exports. This reflected the strengthening of global demand and a recovery from the unusually low level of exports seen in 2003. Household spending also grew vigorously, and business capital spending rose substantially. Recent indicators suggest that the economy grew at an annual rate of about 3 per cent in the third quarter of 2004.

Canadian firms have continued to adjust to developments in the global economy. There have been changes in the activity, employment, and capital spending plans of many companies, particularly those highly exposed to international competition. This adjustment process is still underway. Nonetheless, the Bank's autumn *Business Outlook Survey* suggests that, overall, Canadian firms have remained confident about their sales prospects, with firms in the West significantly more optimistic than those in Central and Eastern Canada. Investment intentions remain fairly high in most sectors, with manufacturing continuing to be an exception.

The Canadian dollar has exhibited significant movements since the April *Report* and is currently about 7 per cent stronger against the U.S. dollar than it was then. Some of the factors contributing to the appreciation of the Canadian dollar during this period include faster-than-expected economic growth in Canada, slower-than-expected growth in the United States, and firm prices for many commodities.

105-00351/



With stronger growth in the first half of 2004 and with some upward revisions to GDP data for 2003, the Bank's conventional measure of the output gap suggests that the Canadian economy had moved up near its production capacity by the middle of this year—earlier than had been anticipated in the last *Report*.

There is a wide confidence band around this measure. While some indicators are pointing to greater pressure on capacity, others suggest that there may be more economic slack than implied by the conventional measure. Overall, the Bank judges that this measure is giving a balanced view of how close the economy is to its production capacity.

Capacity utilization varies across industries and regions, and some of these differences may well become more pronounced in the future as a result of the ongoing adjustment process. However, there is currently little excess supply in the Canadian economy as a whole.

The excess supply in the economy in 2003 and early 2004 contributed to keeping the core rate of inflation below target through the first eight months of this year. In August, core inflation was 1.5 per cent, broadly in line with expectations set out in the April *Report*.

Total consumer price inflation rose sharply above core CPI, mainly because of higher prices for gasoline and fuel oil. These, in turn, reflect movements in the world price of crude oil, which has risen well above the levels projected in either the April *Report* or the July *Update*, because of strong global demand and concerns about supply disruptions.

Prospects for Growth and Inflation

The global economy performed better than expected in the first half of 2004, and prospects remain positive as we look ahead. However, the recent sharp increase in oil prices is expected to dampen world economic growth. Assuming that oil prices average about US$50 per barrel next year and US$44 per barrel in 2006, as suggested by prices in futures markets, the Bank's base-case projection calls for U.S. economic growth to moderate from about 4 1/2 per cent in 2004 to about 3 3/4 per cent in 2005, before rising to around 4 per cent in 2006.

The U.S.-dollar prices of non-energy commodities are expected to remain at a relatively high level over the next two years as a result of the global economic expansion, but they are likely to ease over time as new sources of supply are developed.

There are risks to the Bank's base-case projection for the global economy. For 2005, there are both upside and downside risks to growth in the United States and China. As we look further ahead, the main uncertainties relate to the resolution of global imbalances, notably the current account imbalances in the United States and Asia, and to the timing and extent of fiscal consolidation in many industrial countries.

For Canada, the base-case outlook is for continued, though more moderate, expansion of exports. Ongoing strong growth in final domestic demand is expected to help support a solid economic expansion through 2006. Business investment is projected to strengthen further, and gains in real incomes should support consumer spending. Housing investment is expected to stabilize at current high levels. Import growth is likely to pick up, reflecting strong domestic demand and the continued adjustment to the appreciation of the Canadian dollar. However, given the various forces at play in the global economy, there are risks around our projections for imports and exports, and for business investment.

The aggregate impact of higher oil prices on the Canadian economy is expected to be slightly positive over the medium term, since the associated reduction in manufacturing exports and consumer spending should be offset by increased output and capital investment by energy-producing firms. But given the time necessary for regulatory approval in many cases, and the potential for shortages of materials and labour, the positive impact of higher oil prices on energy-producing firms is likely to be limited in the short term. Thus, the Bank projects that high oil prices will be a small net drag on the economy in 2005.

Overall, the Bank expects the Canadian economy to grow, on average, at the 3 per cent annual growth rate of potential through to the end of 2006. Given the effects of higher oil prices and the past appreciation of the Canadian dollar, the Bank projects growth to be slightly less than 3 per cent in 2005 and slightly more than 3 per cent in 2006. This base-case scenario assumes further reduction of monetary stimulus over time to keep the economy near its production potential and achieve the inflation target.

With the economy operating near potential over the projection period, we expect core inflation to move up from about 1 1/2 per cent in the fourth quarter of 2004 to the 2 per cent target by the end of 2005 and to stay there through 2006. The past appreciation of the Canadian dollar is expected to continue to exert slight downward pressure on core inflation through 2005.

Movements in crude oil prices will continue to dominate the outlook for total CPI inflation. Based on the assumption that prices will follow the path currently embedded in oil futures, the Bank projects that total inflation will rise to the top of the 1 to 3 per cent target range in the first half of 2005, before falling slightly below core inflation in early 2006.

This is a summary of the Monetary Policy Report *of the Governing Council of the Bank of Canada. The* Report *is based on information received up to the fixed announcement date on 19 October 2004.*

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Octobre 2004 –

Sommaire

Vue d'ensemble

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, dont la reprise marquée de l'activité économique mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base; la montée en puissance, à l'échelle du globe, de grands pays à marché émergent tels que la Chine et l'Inde; et le réalignement des devises, y compris du dollar canadien. La politique monétaire que mène le Canada facilite ce processus d'ajustement en s'attachant à maintenir l'inflation au taux cible de 2 % et à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Au début de l'année, comme l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait en deçà du taux visé et que l'économie affichait une offre excédentaire, la Banque a abaissé à 2 % le taux cible du financement à un jour afin de soutenir la croissance de la demande intérieure. Compte tenu de l'appréciation du dollar canadien en 2003, la Banque ne s'attendait pas à ce que les exportations nettes (la différence entre le volume des exportations et celui des importations) alimentent la demande globale de façon notable en 2004 et 2005. Mais au premier semestre de cette année, les exportations ont progressé beaucoup plus rapidement que prévu. L'économie canadienne s'est donc rapprochée des limites de sa capacité plus tôt qu'on ne l'avait escompté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire* et dans la *Mise à jour* de ce dernier parue en juillet.

L'évolution récente a renforcé la nécessité pour l'économie canadienne de continuer à procéder à des ajustements. Principalement sous l'effet de la vigueur de la demande mondiale, les cours du pétrole ont largement dépassé les niveaux envisagés par la Banque dans ses projections antérieures. Les prix des produits de base non énergétiques sont élevés, et le dollar canadien s'est encore raffermi, ce qui accentue la pression sur les secteurs très exposés à la concurrence étrangère.

Faits saillants

- L'économie canadienne s'est rapprochée de son potentiel de production plus tôt que prévu.
- Elle devrait continuer à tourner près des limites de sa capacité d'ici la fin de 2006 et connaître une croissance légèrement inférieure à 3 % en 2005 et un peu supérieure à ce chiffre en 2006.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % d'ici la fin de 2005.
- Ce scénario suppose de nouvelles réductions du degré de détente monétaire au fil du temps pour permettre à l'économie de fonctionner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.
- Ces prévisions sont entachées de risques et d'incertitudes appréciables concernant les ajustements de l'économie à la conjoncture internationale.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que, d'ici la fin de 2006, le taux d'accroissement de la demande globale de produits et services canadiens avoisinera en moyenne celui de la production potentielle, estimé à 3 %. Étant donné les effets du renchérissement du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, elle s'attend à ce que la croissance soit légèrement inférieure à 3 % en 2005 et excède quelque peu ce niveau en 2006.

Comme l'économie tournera vraisemblablement près des limites de sa capacité durant toute la période de projection, la Banque croit que l'inflation mesurée par l'indice de référence remontera à 2 % d'ici la fin de 2005.

Dans ce contexte, la Banque a décidé de réduire le degré de détente monétaire au sein de l'économie en portant le taux cible du financement à un jour à 2,25 % le 8 septembre et à 2,50 % le 19 octobre. Il faudra resserrer encore la politique monétaire au fil du temps pour maintenir l'inflation au taux cible; le rythme des hausses des taux d'intérêt dépendra de l'évaluation que la Banque fera des perspectives d'évolution des facteurs qui déterminent les pressions s'exerçant sur l'appareil de production et, partant, sur l'inflation.

Le comportement des exportations et des importations canadiennes revêt une importance particulière à cet égard, vu l'incertitude entourant les ajustements en cours à la conjoncture internationale, notamment aux variations des prix des produits de base et des taux de change. Les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale touchent principalement à l'évolution des prix du pétrole, au rythme de l'expansion en Chine, à la façon dont les déséquilibres des paiements courants seront corrigés aux États-Unis et en Asie orientale et au climat géopolitique.

L'évolution récente

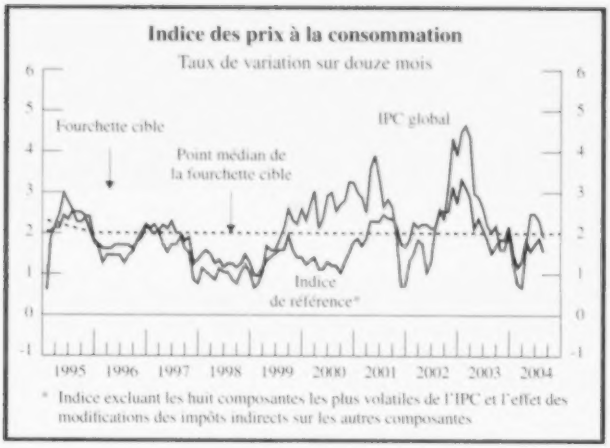
Le PIB réel du Canada a progressé de 3,7 % en chiffres annuels au premier semestre de 2004, ce qui est supérieur à ce qui avait été prévu dans le *Rapport* d'avril. L'un des moteurs de cette croissance a été le vif essor qu'ont connu les exportations à la suite du renforcement de la demande mondiale et de leur remontée par rapport au niveau inhabituellement bas où elles étaient tombées en 2003. La dépense des ménages a également fait montre d'une grande vigueur, et les dépenses d'investissement des entreprises ont bondi. Des indicateurs récents donnent à penser que la croissance a avoisiné 3 % en rythme annuel au troisième trimestre de 2004.

Les entreprises canadiennes sont encore en train de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture économique mondiale. De nombreuses entreprises, en particulier celles qui sont très exposées à la concurrence internationale, sont en train de modifier leurs niveaux d'activité et d'emploi ainsi que leurs projets d'investissement. Ce processus d'ajustement n'est pas terminé. Néanmoins, les résultats — parus dernièrement — de l'enquête que la Banque a menée à l'automne sur les perspectives des entreprises laissent croire que, dans l'ensemble, le degré de confiance quant à l'évolution des ventes demeure élevé, les entreprises de l'Ouest affichant à cet égard un optimisme beaucoup plus grand que celles du Centre et de l'Est du Canada. Les intentions d'investissement restent relativement fermes dans la plupart des secteurs, mais le secteur manufacturier continue de faire exception.

Le dollar canadien a enregistré des fluctuations importantes depuis la publication du *Rapport* d'avril et a gagné environ 7 % par rapport à son pendant américain. Parmi les facteurs ayant contribué à l'appréciation du dollar canadien durant cette période, mentionnons la progression plus forte que prévu de l'activité au pays, l'expansion moins vigoureuse qu'escompté aux États-Unis et la fermeté des prix de nombreux produits de base.

Compte tenu de l'accélération de la croissance au premier semestre de 2004 et des légères révisions à la hausse apportées aux données du PIB pour 2003, la mesure économétrique de l'écart de production que la Banque utilise habituellement porte à croire que l'économie canadienne s'est rapprochée des limites de sa capacité dès le milieu de l'année, soit plus tôt qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* d'avril.

Cette mesure est entourée d'un large intervalle de confiance. Si certains indica-


Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois
Fourchette cible
Point médian de la fourchette cible
IPC global
Indice de référence*
1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

teurs donnent à penser que les pressions s'exerçant actuellement sur l'appareil de production sont plus intenses que la mesure usuelle de la Banque ne le laisse supposer, selon d'autres, la marge de capacités inutilisées serait plus grande que cette mesure ne semble le montrer. De façon générale, la Banque estime que sa mesure habituelle trace un portrait équilibré du taux d'utilisation des capacités au sein de l'économie.

Les taux d'utilisation des capacités varient d'un secteur et d'une région à l'autre, et certains des écarts observés à ce chapitre pourraient bien s'accentuer dans l'avenir en raison du processus d'ajustement en cours. Cependant, à l'échelle de l'économie, l'offre excédentaire est actuellement faible.

Les capacités inutilisées présentes dans l'appareil de production en 2003 et au début de 2004 ont contribué à maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de la cible durant les huit premiers mois de cette année. Le taux d'accroissement de cet indice s'est établi à 1,5 % en août, un chiffre en gros conforme à celui que la Banque anticipait dans le *Rapport* d'avril.

Le rythme de progression de l'IPC global a largement dépassé celui de l'indice de référence, à cause surtout de la hausse des prix de l'essence et du mazout consécutive à la montée des cours mondiaux du pétrole brut. Ces derniers ont excédé de beaucoup les niveaux envisagés dans le *Rapport* d'avril ou la *Mise à jour* de juillet, sous l'effet du dynamisme de la demande à l'échelle internationale et des craintes d'une interruption des approvisionnements.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

La tenue de l'économie mondiale a été meilleure que prévu au premier semestre de 2004, et les perspectives à cet égard demeurent positives. Cependant, le renchérissement considérable de l'or noir observé récemment devrait limiter la croissance à l'échelle du globe. En supposant que le cours du baril de pétrole se situera en moyenne à environ 50 dollars É.-U. l'an prochain et à 44 dollars É.-U. en 2006 — comme les prix des contrats à terme le laissent présager —, la Banque s'attend, dans son scénario de référence, à ce que l'expansion de l'économie américaine ralentisse, passant de 4 1/2 % approximativement en 2004 à quelque 3 3/4 % l'an prochain, avant de remonter aux alentours de 4 % en 2006.

Les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques vont sans doute rester relativement élevés durant les deux prochaines années compte tenu de l'essor projeté de l'économie mondiale, mais ils devraient reculer un peu avec l'apparition de nouvelles sources d'approvisionnement.

Certaines incertitudes entourent les prévisions de la Banque relatives à l'économie mondiale. Des risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur les perspectives de croissance des économies américaine et chinoise pour 2005. À plus long terme, les principales inconnues concernent la façon dont les déséquilibres internationaux seront corrigés, notamment ceux de la balance courante aux États-Unis et en Asie, ainsi que le moment et l'ampleur du redressement budgétaire dans de nombreux pays industrialisés.

Pour ce qui est du Canada, la Banque s'attend, dans son scénario de référence, à ce que les exportations continuent à progresser, quoique moins rapidement. La poursuite de la forte croissance de la demande intérieure finale devrait contribuer à une expansion robuste de l'activité jusqu'à la fin de 2006. Les investissements des entreprises devraient augmenter

encore davantage, et les dépenses de consommation seront alimentées, prévoit-on, par de nouveaux gains au chapitre des revenus réels. Les investissements dans le secteur du logement devraient se stabiliser au niveau élevé où ils se situent actuellement. Le rythme d'accroissement des importations s'accélérera vraisemblablement, à la faveur du dynamisme de la demande intérieure et des ajustements continus à l'appréciation du dollar canadien. Toutefois, compte tenu des diverses forces à l'œuvre au sein de l'économie mondiale, les projections de la Banque quant aux importations, aux exportations et aux investissements des entreprises sont entachées de risques.

On prévoit que le renchérissement du pétrole aura, globalement, une incidence légèrement positive sur l'économie canadienne à moyen terme, du fait que les réductions des exportations de biens manufacturés et des dépenses de consommation qu'il entraînera devraient être compensées par une augmentation de la production et des investissements en capital des entreprises productrices d'énergie. Mais, compte tenu du temps qu'il faut pour obtenir les approbations réglementaires dans bien des cas, ainsi que des pénuries possibles de matières premières et de main-d'œuvre, les effets positifs de la majoration des prix du pétrole sur ces entreprises seront sans doute limités à court terme. La Banque pense par conséquent que la montée des cours pétroliers aura au total un léger effet modérateur sur l'activité économique en 2005.

Dans l'ensemble, la Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse à un rythme annualisé moyen de 3 % (soit le taux de croissance de la production potentielle) jusqu'à la fin de 2006. Étant donné les retombées de la hausse des prix du pétrole et de l'appréciation passée du dollar canadien, on prévoit que le taux d'expansion sera légèrement inférieur à 3 % en 2005, et un peu supérieur à ce chiffre en 2006. Ce scénario suppose que de nouvelles réductions du degré de détente monétaire seront nécessaires au fil du temps, pour permettre à l'économie de tourner près des limites de sa capacité et maintenir l'inflation au taux visé.

Comme l'économie fonctionnera presque à son plein potentiel durant la période de projection, l'inflation mesurée par l'indice de référence, que l'on estime à environ 1 1/2 % au quatrième trimestre de 2004, devrait monter à la cible de 2 % d'ici la fin de 2005, puis rester à ce niveau jusqu'à la fin de 2006. L'appréciation passée du dollar canadien continuera probablement d'exercer de faibles pressions à la baisse sur le taux d'accroissement de cet indice tout au long de 2005.

Les fluctuations des cours du pétrole brut resteront un facteur déterminant dans les perspectives d'évolution de l'inflation mesurée par l'IPC global. Si ces cours suivent la trajectoire que laissent entrevoir les prix actuels des contrats à terme, la Banque estime que le rythme de progression de l'IPC global se rapprochera de la limite supérieure de la fourchette cible de 1 à 3 % au premier semestre de 2005, pour ensuite descendre un peu en deçà de celui de l'indice de référence au début de 2006.

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire *préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Le* Rapport *se fonde sur l'information qui avait été reçue à la date d'annonce préétablie du 19 octobre 2004.*

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.
Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca